

PENGARUH INFLASI, SUKU BUNGA DAN JUMLAH UANG BEREDAR TERHADAP NILAI TUKAR ASEAN -7

Dewi Alysia Nabilla Sholikhah, Tony Seno Aji

Program Studi Ekonomi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Negeri Surabaya, Indonesia

Email: dewi.22113@mhs.unesa.ac.id, tonyseno@unesa.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh simultan dari variabel-variabel moneter inti yaitu inflasi, suku bunga, dan jumlah uang beredar (JUB) terhadap nilai tukar di tujuh negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, Singapura, Vietnam, dan Brunei) selama periode 2015-2024. Menggunakan data panel dengan pendekatan Fixed Effects Model (FEM) dan analisis dilakukan dengan bantuan perangkat lunak Stata 14. Hasil estimasi menunjukkan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar, Suku bunga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan dan Jumlah Uang Beredar berpengaruh positif dan signifikan, Secara simultan, ketiga variabel secara bersama-sama berpengaruh signifikan. Temuan ini menyoroti kompleksitas hubungan kebijakan moneter dan nilai tukar di ASEAN, di mana interaksi faktor domestik dan eksternal membentuk hasil yang tidak selalu linear.

Kata Kunci: Nilai Tukar, Inflasi, Suku Bunga, Jumlah Uang Beredar, ASEAN

JEL: F31, E52, E58

Abstract

This study aims to analyze the simultaneous influence of core monetary variables inflation, interest rates, and the money supply on the exchange rate in seven ASEAN countries (Indonesia, Malaysia, Thailand, the Philippines, Singapore, Vietnam, and Brunei) during the 2015-2024 period. Using panel data analyzed with a Fixed Effects Model (FEM) the analysis was conducted with the help of Stata 14 software, the estimation results indicate that inflation does not have a significant effect on the exchange rate, interest rates show no significant influence, and the Money Supply has a positive and significant effect. Simultaneously, all three variables together exert a significant influence. These findings highlight the complexity of the relationship between monetary policy and exchange rates in ASEAN, where the interaction of domestic and external factors shapes outcomes that are not always linear.

Keywords: Exchange Rate, Inflation, Interest Rate, Money Supply, ASEAN

JEL: F31, E52, E58

Article History

Received: Januari 2026

Reviewed: Januari 2026

Published: Januari 2026

Plagirism checker no 1701

Doi : prefix doi :

10.8734/musytari.v1i2.359

Copyright : author

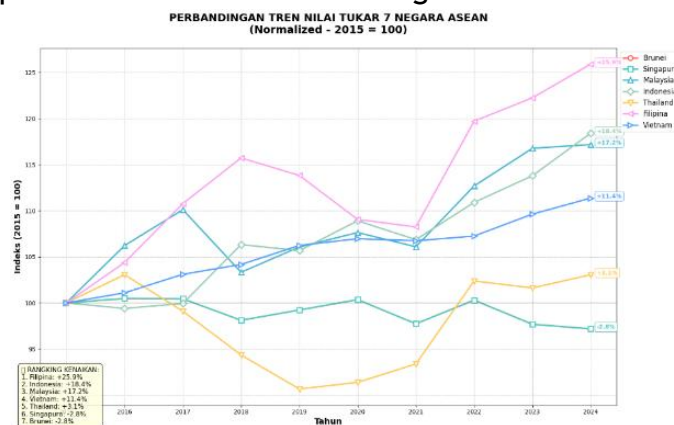
Publish by : musytari



This work is licensed under a [creative commons attribution-noncommercial 4.0 international license](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

PENDAHULUAN

Stabilitas nilai tukar merupakan salah satu pilar fundamental dalam menjaga ketahanan ekonomi suatu negara, terlebih dalam konteks perekonomian terbuka dan terintegrasi seperti di kawasan ASEAN. Nilai tukar berfungsi tidak hanya sebagai cerminan fundamental ekonomi domestik, tetapi juga sebagai saluran transmisi guncangan eksternal, alat kebijakan untuk menjaga daya saing perdagangan, dan indikator utama stabilitas makroekonomi (Obstfeld & Rogoff, 1995). Fluktuasinya yang signifikan dapat mengakibatkan ketidakpastian bagi pelaku usaha, tekanan inflasi melalui *exchange rate pass-through*, dan gangguan pada arus investasi serta neraca pembayaran. Oleh karena itu, memahami faktor-faktor determinan nilai tukar, khususnya variabel-variabel moneter inti yang berada dalam kendali otoritas kebijakan, menjadi suatu keharusan baik secara akademis maupun praktis. Periode 2015 hingga 2024 merepresentasikan suatu fase yang sarat dengan dinamika dan guncangan ekonomi global yang berdampak langsung pada stabilitas eksternal negara-negara berkembang, termasuk di ASEAN. Awal periode ditandai dengan normalisasi kebijakan moneter Bank Sentral Amerika Serikat (The Fed) pasca krisis 2008, yang memicu volatilitas arus modal global (Guardian, 2015). Disusul kemudian oleh gejolak harga komoditas, perang dagang, dan yang paling mengubah landscape adalah pandemi COVID-19 pada 2020-2021 yang menyebabkan disrupsi pasokan, tekanan inflasi, dan respons kebijakan moneter dan fiskal yang luar biasa masif di seluruh dunia (IMF, 2025). Pasca pandemi, dunia memasuki fase tekanan inflasi tinggi yang memaksa The Fed dan banyak bank sentral lain untuk melakukan pengetatan moneter agresif pada 2022-2024, yang menguatkan Dolar AS dan mendorong arus modal keluar dari pasar emerging market, termasuk ASEAN (Yodas E, 2024). Rentetan kejadian ini menciptakan lingkungan makroekonomi yang sangat menantang bagi otoritas moneter ASEAN dalam menjaga stabilitas nilai tukar, sambil tetap harus menopang pemulihan ekonomi dan mengendalikan inflasi domestik.



Gambar 1 Nilai Tukar ASEAN -7 2015-2024

Sumber: World bank, 2024

Analisis data nilai tukar tujuh negara ASEAN inti (Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, Singapura, Vietnam, dan Brunei) selama periode tersebut mengungkap pola yang sangat heterogen dan menarik. Di satu sisi, mata uang Brunei Darussalam (BND) dan Singapura (SGD) menunjukkan stabilitas dan apresiasi ringan, didukung oleh kebijakan *currency interchangeability* dan kerangka kebijakan moneter yang kredibel berbasis nilai tukar. Di sisi lain, mata uang seperti Peso Filipina (PHP) dan Rupiah Indonesia (IDR) mengalami tren depresiasi yang lebih dalam dan berkejang (World Bank, 2025). Variasi kinerja ini tidak hanya mencerminkan perbedaan fundamental ekonomi dan struktur perdagangan, tetapi juga

menyiratkan adanya perbedaan efektivitas respon kebijakan moneter domestik dalam menghadapi guncangan global yang sama. Heterogenitas ini menimbulkan pertanyaan mendasar tentang bagaimana variabel-variabel moneter inti inflasi, suku bunga, dan jumlah uang beredar berinteraksi dan mempengaruhi nilai tukar di dalam konteks kawasan yang beragam namun terintegrasi.

Secara teoretis, hubungan antara ketiga variabel moneter tersebut dengan nilai tukar telah memiliki pijakan yang kuat. Teori *Purchasing Power Parity* (PPP) menekankan peran inflasi relatif sebagai penentu nilai tukar jangka panjang (Cassel, 1918). Teori *Interest Rate Parity* (IRP), khususnya dalam bentuk *Uncovered IRP*, menghubungkan diferensial suku bunga dengan ekspektasi pergerakan nilai tukar (Krugman, P., Obstfeld, 2017). Sementara itu, *Monetary Approach to Exchange Rate* menempatkan penawaran uang relatif sebagai variabel kunci (Frenkel, 1976). Meskipun demikian, bukti empiris di konteks ASEAN masih menunjukkan ketidakkonsistenan dan fragmentasi. Sebagian studi, seperti (Ko & Win, 2024) fokus pada hubungan dinamis jumlah uang beredar dan inflasi tanpa menyertakan suku bunga. Studi lainnya, seperti (Jaya dkk., 2025) menganalisis inflasi dan suku bunga tetapi mengabaikan peran jumlah uang beredar. Penelitian-penelitian (Fahmi, 2019) atau (Roosaleh Laksono dkk, 2024) mungkin fokus pada variabel lain seperti arus modal atau cadangan devisa, sehingga belum memberikan gambaran komprehensif mengenai triadika kebijakan moneter inti. Selain itu, banyak studi terdahulu yang belum mencakup periode sangat dinamis pasca pandemi (2022-2024) atau memiliki cakupan geografis terbatas pada ASEAN-5, seringkali mengabaikan Brunei.

Berdasarkan identifikasi celah (*gap*) penelitian di atas, penelitian ini hadir untuk menyediakan analisis empiris yang terpadu dan lebih komprehensif. Kontribusi utama penelitian ini adalah tiga hal. *Pertama*, mengintegrasikan ketiga variabel moneter inti (inflasi, suku bunga, dan jumlah uang beredar) secara simultan dalam satu model data panel untuk tujuh negara ASEAN. Pendekatan ini memungkinkan pengujian yang lebih holistik terhadap kerangka teori moneter nilai tukar. *Kedua*, memperluas cakupan periode hingga tahun 2024, sehingga mampu menangkap fenomena ekonomi kontemporer seperti pengetatan moneter global pasca-pandemi yang belum banyak dibahas dalam literatur sebelumnya. *Ketiga*, memperluas cakupan objek menjadi tujuh negara (ASEAN-7), termasuk Brunei Darussalam yang sering terlewatkan, guna memberikan gambaran yang lebih representatif tentang kawasan. Berdasarkan kerangka teoretis PPP, IRP, dan Monetary Approach, hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: (1) Diduga inflasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai tukar, di mana tingkat inflasi domestik yang lebih tinggi akan menyebabkan depresiasi mata uang; (2) Diduga suku bunga memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai tukar dalam jangka pendek, di mana kenaikan suku bunga domestik akan menarik arus modal masuk dan mendorong apresiasi; (3) Diduga jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap depresiasi nilai tukar, sesuai dengan proposisi bahwa ekspansi moneter yang berlebihan melemahkan nilai mata uang; dan (4) Diduga ketiga variabel tersebut secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar di ketujuh negara ASEAN selama periode penelitian.

METODE PENELITIAN

Jenis dari penelitian ini yaitu penelitian Explanatory yang menguji sebab akibat yang menggunakan pendekatan kuantitatif untuk melihat pengaruh dan hubungan di antara variabel yang sedang diteliti. data panel, menggabungkan dimensi cross-section 7 negara ASEAN dan

time-series (tahun 2015-2024). Populasi penelitian adalah tujuh negara anggota ASEAN (Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, Singapura, Vietnam, dan Brunei Darussalam) yang dipilih berdasarkan ketersediaan data yang konsisten dan representasi keragaman ekonomi kawasan. Data yang sudah terkumpul kemudian diintegrasikan menjadi satu dataset yang komprehensif kemudian siap untuk dianalisis. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa data tahunan yang dihimpun dari World Development Indicators (WDI) Bank Dunia untuk periode 2015-2024. Kemudian data diolah menggunakan software Stata 14.

$$ER_{it} = \beta_0 + \beta_1 INF_{it} + \beta_2 IR_{it} + \beta_3 JUB_{it} + \mu_{it}$$

Keterangan :

ER : Nilai Tukar

β_{0i} : Konstanta berbeda untuk setiap cross section

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Koefisien Variabel Bebas

INF : Inflasi

IR : Suku Bunga

JUB : Jumlah Uang Beredar

i : Cross Section

t : Time Series

u : Error Term

Prosedur dari regresi data panel diawali dengan serangkaian uji pemilihan model yang terdiri Pooled Least Squares (PLS), Fixed Effects Model (FEM), dan Random Effects Model (REM) dilakukan melalui serangkaian uji: Uji Chow untuk PLS vs FEM, Uji Hausman untuk FEM vs REM, dan Uji Lagrange Multiplier untuk PLS vs REM. Untuk memastikan keandalan estimasi, dilakukan uji asumsi klasik meliputi uji multikolinearitas (dengan koefisien korelasi), uji heteroskedastisitas (Uji Breusch-Pagan/Cook-Weisberg), dan uji autokorelasi (Uji Wooldridge). Signifikansi pengaruh parsial dan simultan diuji masing-masing dengan uji t dan uji F, sedangkan kekuatan penjelas model dilihat dari koefisien determinasi R^2 dan Adjusted R^2 (Gujarati & Porter, 2009).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam analisis regresi data panel diperlukan pemilihan model untuk melihat dan memastikan model terbaik yang akan digunakan dengan melakukan 3 uji yang terdiri dari uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier. Uji Chow yang digunakan untuk memilih antara model PLS dan FEM, uji Hausman yang digunakan untuk memilih antara model FEM dan REM, sedangkan uji Lagrange Multiplier yang digunakan untuk memilih antara model REM dan PLS.

Tabel 1 Pemilihan model

Uji Pemilihan Model	Signifikansi Level	Prob
Uji chow	Prob > F	0,000
Uji hausman	Prob > Chi2	0,000

Sumber: Data diolah 2025

Hasil uji pemilihan model menunjukkan bahwa *Fixed Effects Model* (FEM) merupakan model terbaik. Uji Chow menghasilkan probabilitas 0.000 (<0.05) sehingga menolak H_0 dan memilih FEM atas PLS. Uji Hausman juga menghasilkan probabilitas 0.0000 (<0.05) sehingga

menolak H_0 dan memilih FEM atas REM. Oleh karena itu, analisis dilanjutkan dengan FEM. Ketika sudah dilakukan 2 pengujian yaitu uji Chow dan uji Hausman serta model yang terpilih FEM, maka tidak perlu lagi dilakukan pengujian Lagrange Multiplier (LM) dan selanjutnya akan dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Tabel 2 uji asumsi klasik

Uji Asumsi klasik	Nilai korelasi	Prob
Uji Multikolinieritas	-0.1299, 0.3335, -0.1915	-
Uji heteroskedastisitas	0.1915	0,000
Uji Autokorelasi	-	0,0064

Sumber: Data diolah 2025

Uji asumsi klasik memberikan hasil sebagai berikut: (1) Uji multikolinearitas menunjukkan semua koefisien korelasi -0.1299, 0.3335, -0.1915 yang berarti <0.8 , mengindikasikan tidak adanya gejala multikolinearitas berat; (2) Uji heteroskedastisitas (Breusch-Pagan) menghasilkan prob. 0.0000, mengindikasikan adanya heteroskedastisitas; (3) Uji autokorelasi (Wooldridge) menghasilkan prob. 0.0064 (<0.05), mengindikasikan adanya autokorelasi. Untuk mengoreksi masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi, estimasi model FEM dilakukan dengan *robust standard error*.

Tabel 3 Hasil Regresi

ER (lnY)	Coef	St.Err.	t-value	P-value	[95% Interval]	Sig
	.				Conf	
INF (X1)	.001	.002	0.46	.659	-.005 .007	
IR (X2)	.017	.008	1.99	.093	-.004 .038	* (0,1%)
JUB (lnX3)	.11	.046	2.40	.054	-.002 .222	* (0,1%)
Constant	.756	1.391	0.54	.606	-2.648 4.16	
R-squared			0.432	Number of obs		70
F-test			4.730	Prob > F		0.058

Standard errors in parentheses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Keterangan:

ER (lnY) : Nilai Tukar

INF (X1) : Inflasi

IR (X2) : Suku Bunga

JUB (X3) : Jumlah Uang Beredar

Constant : Nilai konstanta

Observations : Jumlah data observasi dalam penelitian

R - Square : Pengukuran kekuatan penjelasan model

Number of region : Penomoran pada Negara

F- Statistik : Nilai signifikansi secara simultan

T - Statistik : Nilai signifikansi secara parsial

Berdasarkan tabel yang menunjukkan hasil regresinya dapat dimasukkan ke dalam model sebagai berikut:

$$ER_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 INF_{1it} + \beta_2 IR_{2it} + \beta_3 JUB_{3it} + (\mu_i + v_i) \dots \dots \dots 4.1$$

$$ER_{it} = 0.756 + 0.001 INF_{1it} + 0.017 IR_{2it} + 0.11 JUB_{3it} \dots \dots \dots 4.2$$

1. **Inflasi (X1):** Koefisien bernilai positif 0.001 dan tidak signifikan secara statistik (p-value 0.659 > 0.10). Hal ini menunjukkan bahwa secara parsial, inflasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai tukar ASEAN-7 pada periode penelitian.
2. **Suku Bunga (X2):** Koefisien bernilai positif 0.017 dan signifikan pada tingkat kepercayaan 90% (p-value 0.093 < 0.10). Pengaruhnya positif, artinya kenaikan suku bunga domestik cenderung diikuti dengan apresiasi (penguatan) nilai tukar.
3. **Jumlah Uang Beredar (X3):** Koefisien bernilai positif 0.110 dan signifikan pada tingkat kepercayaan 90% (p-value 0.054 < 0.10). Karena variabel dependen (nilai tukar) didefinisikan sebagai LCU per USD, maka koefisien positif mengindikasikan bahwa peningkatan jumlah uang beredar berkaitan dengan depresiasi (pelemahan) nilai tukar mata uang domestik.
4. **Uji Simultan:** Nilai F-statistik sebesar 4.730 signifikan pada $\alpha=10\%$ (Prob > F = 0.058). Ini membuktikan bahwa secara bersama-sama (simultan), ketiga variabel independen (inflasi, suku bunga, dan JUB) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (nilai tukar).
5. **Kebaikan Model:** Nilai R-squared overall sebesar 0.9341 menunjukkan bahwa sekitar 93.41% variasi dalam nilai tukar di ketujuh negara ASEAN dapat dijelaskan oleh variasi ketiga variabel moneter dalam model ini. Sisanya 6.59% dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

Pembahasan

Hasil penelitian ini mengungkap dinamika hubungan yang kompleks antara variabel-variabel moneter inti dengan nilai tukar di tujuh negara ASEAN selama periode 2015-2024. Temuan bahwa hanya jumlah uang beredar (JUB) dan suku bunga (pada tingkat signifikansi 10%) yang berpengaruh signifikan secara parsial, sementara inflasi tidak signifikan, memberikan wawasan penting mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter dan sifat spesifik perekonomian kawasan.

Pengaruh Inflasi Menantang Paritas Daya Beli dan Menyoroti Kompleksitas Ekonomi Terbuka Temuan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar bertentangan dengan prediksi inti Teori Paritas Daya Beli (*Purchasing Power Parity*/PPP), baik versi absolut maupun relatif. Teori PPP, yang menjadi pilar dalam ekonomi internasional, menyatakan bahwa perbedaan tingkat inflasi antar negara akan terefleksi dalam penyesuaian nilai tukar, di mana mata uang negara dengan inflasi lebih tinggi akan terdepresiasi untuk menyamakan daya beli (Cassel, 1918; Sarno & Taylor, 2002). Ketidaksignifikanan inflasi dalam penelitian ini

mengindikasikan bahwa mekanisme penyesuaian otomatis melalui jalur perdagangan (*trade channel*) tidak bekerja secara empiris dalam konteks jangka menengah (10 tahun) di ASEAN. Beberapa faktor dapat menjelaskan penyimpangan ini. *Pertama*, dominannya faktor eksternal dan arus modal keuangan. Periode penelitian didominasi oleh peristiwa global seperti normalisasi kebijakan The Fed, pandemi COVID-19, dan siklus pengetatan moneter agresif global pasca-2022. Dalam lingkungan ini, pergerakan nilai tukar lebih ditentukan oleh sentimen risiko global, diferensial suku bunga, dan aliran modal portofolio (*hot money*) daripada perbedaan inflasi bilateral (Chinn & Meredith, 2004). Sebagai contoh, meski Indonesia mengalami tekanan inflasi pada 2022, intervensi Bank Indonesia dan tingginya harga komoditas ekspor (yang mendukung neraca perdagangan) berperan lebih besar dalam menstabilkan Rupiah daripada tekanan depresiasi murni dari inflasi.

Kedua, heterogenitas rezim nilai tukar dan respons kebijakan. Kawasan ASEAN terdiri dari negara dengan rezim nilai tukar yang berbeda-beda, dari *managed float* (Indonesia, Thailand) hingga *currency board* efektif (Brunei, Singapura). Negara seperti Singapura, dengan kerangka kebijakan moneter berbasis nilai tukar (*exchange rate-centered policy*) yang dikelola Otoritas Moneter Singapura (MAS), secara aktif mengintervensi untuk menstabilkan SGD terhadap suatu keranjang mata uang. Intervensi ini dapat secara efektif memutus hubungan langsung antara inflasi impor dan nilai tukar (Ho & Tan, 2021). Di sisi lain, negara pengekspor komoditas seperti Indonesia dan Malaysia melihat nilai tukarnya sangat dipengaruhi oleh harga komoditas global (seperti minyak sawit dan batu bara), di mana kenaikan harga dapat meningkatkan pendapatan ekspor dan mendukung mata uang meskipun inflasi domestik meningkat, sehingga mengaburkan hubungan negatif sederhana antara inflasi dan nilai tukar. *Ketiga*, rigiditas harga dan ketidaksempurnaan pasar. Teori PPP mengasumsikan perdagangan bebas dan barang yang identik. Dalam kenyataannya, hambatan perdagangan, biaya transaksi, diferensiasi produk, dan rigiditas harga (baik di pasar barang maupun tenaga kerja) dapat menghambat proses penyesuaian nilai tukar terhadap perbedaan inflasi, terutama dalam jangka pendek dan menengah (Rogoff, 1996). Hal ini tampak jelas dalam stabilitas relatif nilai tukar riil di kawasan ASEAN meski terdapat variasi inflasi. Temuan ini konsisten dengan beberapa studi empiris terkini di ASEAN (Samsudin dkk., 2023) dalam analisis panel negara Asia Tenggara juga menemukan inflasi tidak signifikan secara parsial. Demikian pula, (Rezeta dkk., 2024) menyimpulkan inflasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai tukar ASEAN. Temuan ini memperkuat argumen bahwa dalam konteks ekonomi terbuka dengan mobilitas modal tinggi, peran inflasi sebagai penentu nilai tukar dapat terdesak oleh faktor-faktor finansial dan kebijakan.

Pengaruh Suku Bunga yang Positif dan Signifikan Lemah Konfirmasi Parsial dan Kondisionalitas Teori Paritas Suku Bunga Koefisien suku bunga yang positif dan signifikan pada tingkat kepercayaan 90% memberikan dukungan parsial dan bersyarat bagi Teori Paritas Suku Bunga (*Interest Rate Parity/IRP*), khususnya dalam kerangka *Uncovered Interest Parity* (UIP) dan model *overshooting* (Dornbusch, 1976) Tanda positif menunjukkan bahwa kenaikan suku bunga domestik cenderung dikaitkan dengan apresiasi nilai tukar dalam jangka pendek. Mekanisme ini bekerja melalui saluran arus modal (*portfolio flow channel*): suku bunga yang lebih tinggi meningkatkan imbal hasil (*yield*) aset finansial domestik, menarik arus modal masuk (*capital inflow*) dari investor asing, yang kemudian meningkatkan permintaan mata uang domestik dan mendorong penguatan nilainya (Krugman, P., Obstfeld dkk, 2017). Namun, signifikansi yang relatif lemah (hanya pada $\alpha=10\%$) dan besaran koefisien yang tidak terlalu

besar mengungkap kompleksitas dan kondisionalitas hubungan ini. Beberapa faktor membatasi kekuatan transmisi suku bunga. Pertama, Dominasi Siklus Moneter Global: Periode penelitian, terutama fase 2022-2024, ditandai dengan pengetatan moneter agresif oleh The Fed. Kenaikan suku bunga AS yang cepat menciptakan arus modal keluar (*capital outflow*) yang kuat dari pasar emerging market menuju aset berdenominasi Dolar AS. Dalam situasi ini, kenaikan suku bunga oleh bank sentral ASEAN meskipun positif seringkali tidak cukup besar untuk mempertahankan *interest rate differential* yang menarik relatif terhadap AS. Daya tarik suku bunga tinggi domestik teredam oleh daya tarik yang lebih kuat dari suku bunga AS, melemahkan transmisi melalui *interest rate channel*.

Kedua, Trade-off Kebijakan dan Sasaran Ganda Bank Sentral: Bank sentral di ASEAN tidak hanya berfokus pada stabilitas nilai tukar, tetapi juga pada sasaran ganda mengendalikan inflasi dan mendukung pertumbuhan ekonomi. Pada beberapa momen, terjadi konflik antara tujuan menstabilkan nilai tukar dan mendorong pemulihan ekonomi. Misalnya, Bank Negara Malaysia (BNM) pada 2022-2023 melakukan pengetatan moneter yang lebih moderat dibandingkan regional untuk mendukung pertumbuhan PDB, konsekuensinya Ringgit mengalami depresiasi lebih dalam. Pilihan kebijakan ini mencerminkan *trade-off* yang mengurangi kekuatan dan signifikansi koefisien suku bunga dalam model agregat. Ketiga Faktor Risiko dan Ekspektasi: Asumsi UIP tentang mobilitas modal sempurna dan tidak adanya premi risiko sering kali tidak terpenuhi. Investor mempertimbangkan faktor risiko negara, stabilitas politik, ekspektasi nilai tukar masa depan, dan likuiditas pasar. Peningkatan persepsi risiko (misalnya, saat ketegangan geopolitik atau volatilitas pasar keuangan global tinggi) dapat menyebabkan *capital flight* meskipun suku bunga domestik tinggi, sehingga melemahkan hubungan mekanistik antara diferensial suku bunga dan pergerakan nilai tukar. Temuan ini selaras dengan studi (Fiona & Laulita, 2023) yang menemukan hubungan non-linier antara suku bunga dan nilai tukar di ASEAN, di mana pengaruhnya efektif hanya dalam kondisi stabilitas pasar global. Hasil ini juga mendukung temuan (Fahmi, 2019) dan (Utami & Islami, 2021) yang menunjukkan bahwa pengaruh suku bunga dapat terhambat oleh intervensi bank sentral dan faktor risiko. Dengan demikian, penelitian ini memperkuat narasi bahwa pengaruh suku bunga bukanlah faktor penentu tunggal yang berdiri sendiri, melainkan berinteraksi secara kompleks dengan lingkungan eksternal dan kondisi domestik lainnya.

Pengaruh Jumlah Uang Beredar Merupakan Pilar Utama Pendekatan Moneter yang Terkonfirmasi. Temuan yang paling robust dalam penelitian ini adalah pengaruh positif dan signifikan dari jumlah uang beredar (JUB) terhadap depresiasi nilai tukar. Hasil ini memberikan dukungan empiris yang kuat dan konsisten bagi *Monetary Approach to Exchange Rate* (Frenkel, 1976) dan *Quantity Theory of Money*. Koefisien yang signifikan pada $\alpha=10\%$ mengkonfirmasi proposisi inti bahwa, *ceteris paribus*, ekspansi jumlah uang beredar yang melebihi pertumbuhan output riil akan menyebabkan depresiasi nilai tukar mata uang domestik. Mekanisme transmisi bekerja melalui dua jalur utama: Jalur Ekspektasi Inflasi Peningkatan JUB yang agresif menciptakan ekspektasi inflasi masa depan di kalangan pelaku pasar. Antisipasi terhadap penurunan daya beli riil mata uang domestik ini mengurangi permintaannya dan mendorong pergeseran ke aset berdenominasi valuta asing (terutama USD) sebagai lindung nilai (*hedge*). Jalur Efek Portofolio (*Portfolio Balance Effect*): Kelebihan likuiditas dalam perekonomian mendorong investor domestik dan asing yang memegang aset dalam mata uang domestik untuk melakukan diversifikasi portofolio mereka dengan membeli aset valuta asing. Peningkatan

permintaan valuta asing dan penawaran mata uang domestik ini secara langsung memberikan tekanan depresiasi pada nilai tukar. Bukti empiris selama periode penelitian sangat jelas mendukung mekanisme ini. Di Filipina, program infrastruktur besar-besaran yang didanai melalui ekspansi fiskal dan moneter mendorong pertumbuhan JUB yang sangat pesat.

Pertumbuhan likuiditas ini, meski bertujuan mendorong ekonomi, justru mengikis kepercayaan pasar terhadap Peso dan berkontribusi signifikan pada tren depresiasi PHP yang hampir linier dan paling dalam di antara ASEAN-7. Contoh lain adalah Thailand dan Indonesia selama pandemi COVID-19. Kebijakan pelonggaran kuantitatif (*quantitative easing*) dan pembelian aset oleh Bank of Thailand (BoT) dan Bank Indonesia (BI) menyuntikkan likuiditas masif ke perekonomian. Suntikan likuiditas ini, yang tercermin dalam lonjakan JUB pada 2020-2021, secara langsung melemahkan persepsi fundamental moneter dan berkontribusi pada tekanan depresiasi Baht (THB) dan Rupiah (IDR) pada periode tersebut, sebagaimana dilaporkan oleh (Bank of Thailand, 2022) dan (Asian Development Bank, 2021). Temuan ini sangat selaras dengan badan literatur empiris sebelumnya. (Lee, K., & Wong, 2023) menemukan elastisitas yang signifikan antara pertumbuhan JUB dan depresiasi nilai tukar di negara-negara ASEAN. (Rezeta dkk, 2024) juga melaporkan JUB sebagai variabel yang signifikan dan positif mempengaruhi nilai tukar ASEAN. Konsistensi temuan ini lintas studi dan periode menunjukkan bahwa hubungan antara JUB dan nilai tukar merupakan fenomena yang *robust* dan dapat diandalkan, menjadikannya pilar penting dalam analisis nilai tukar regional. Hal ini juga menyoroti dilema kebijakan (*policy dilemma*) yang dihadapi bank sentral: upaya untuk mendorong pertumbuhan melalui ekspansi moneter atau mengelola krisis (seperti pandemi) dapat berhadapan dengan konsekuensi berupa tekanan depresiasi nilai tukar.

Implikasi Kebijakan dari Temuan Simultan dan Kekuatan Model Meskipun pengaruh parsial inflasi dan suku bunga menunjukkan kompleksitas dan kondisionalitas, uji F yang signifikan dan nilai R-squared *overall* yang sangat tinggi (0.9341) menegaskan bahwa ketiga variabel moneter ini secara bersama-sama membentuk kerangka penjelas yang sangat kuat untuk dinamika nilai tukar ASEAN. Kemampuan penjelas sebesar 93.41% ini mengindikasikan bahwa kebijakan moneter—yang termanifestasi dalam pengelolaan suku bunga dan likuiditas—tetap menjadi instrumen utama bagi otoritas di kawasan untuk mempengaruhi stabilitas nilai tukar, meskipun jalur transmisinya tidak selalu linear seperti yang diprediksi teori sederhana. Secara keseluruhan, pembahasan ini menunjukkan bahwa hubungan antara kebijakan moneter dan nilai tukar di ASEAN bersifat multidimensi dan tidak sederhana. Pendekatan moneter, khususnya melalui variabel jumlah uang beredar, terbukti sangat relevan. Namun, efektivitas suku bunga bersifat kondisional, dan pengaruh langsung inflasi teredam oleh faktor eksternal dan kebijakan. Temuan ini menegaskan perlunya kerangka kebijakan moneter yang luwes, komprehensif, dan terkoordinasi untuk menjaga stabilitas nilai tukar di tengah lingkungan global yang senantiasa bergejolak.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data panel pada tujuh negara ASEAN periode 2015-2024, dapat disimpulkan hal-hal berikut. Pertama, inflasi tidak terbukti berpengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai tukar. Hal ini mengindikasikan mekanisme *Purchasing Power Parity* (PPP) tidak bekerja

secara empiris dalam periode penelitian, diduga karena dominannya faktor eksternal, heterogenitas respon kebijakan, dan intervensi bank sentral yang menutupi hubungan langsung inflasi-nilai tukar. Kedua, suku bunga berpengaruh positif dan signifikan (pada $\alpha=10\%$) terhadap nilai tukar. Temuan ini mendukung prediksi jangka pendek *Interest Rate Parity* (IRP) melalui saluran arus modal, di mana kenaikan suku bunga domestik menarik modal asing dan mendorong apresiasi, meskipun pengaruhnya tidak terlalu kuat karena faktor risiko global dan *policy trade-off*. Ketiga, jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan (pada $\alpha=10\%$) terhadap depresiasi nilai tukar, konsisten dengan prediksi *Monetary Approach*. Ekspansi likuiditas, baik untuk stimulus maupun sebagai dampak samping intervensi nilai tukar, merupakan pendorong penting pelemahan mata uang di kawasan ASEAN. Keempat, secara simultan, ketiga variabel moneter inti (inflasi, suku bunga, dan JUB) bersama-sama berpengaruh signifikan dalam menjelaskan pergerakan nilai tukar, dengan kemampuan penjelas model mencapai 93.41%.

Implikasi kebijakan dari penelitian ini adalah pentingnya koordinasi kebijakan moneter yang memperhatikan interaksi antara pengelolaan suku bunga dan likuiditas. Otoritas moneter perlu waspada bahwa ekspansi JUB yang agresif, meski untuk tujuan stimulus, dapat menimbulkan tekanan depresiasi yang signifikan. Selain itu, mengingat heterogenitas respons di kawasan, kolaborasi dan pertukaran informasi antar bank sentral ASEAN menjadi krusial. Bagi investor, temuan menyoroti pentingnya memantau perkembangan likuiditas (JUB) dan diferensial suku bunga sebagai sinyal pergerakan nilai tukar, serta kebutuhan untuk melakukan lindung nilai (*hedging*) mengingat kompleksitas faktor penentu.

Keterbatasan penelitian ini antara lain cakupan negara yang terbatas pada tujuh anggota ASEAN, periode waktu yang relatif pendek untuk menangkap siklus ekonomi penuh, dan belum memasukkan variabel non-moneter seperti neraca perdagangan atau cadangan devisa. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperluas model dengan memasukkan variabel-variabel non-moneter tersebut, menggunakan metode yang lebih dinamis seperti *Generalized Method of Moments* (GMM) untuk menangani endogenitas, serta melakukan studi kasus mendalam per negara untuk mengungkap nuansa kebijakan yang tidak terlihat dalam analisis panel agregat.

REFERENSI

- Asian Development Bank. (2021). *OUTLOOK 2021*. April.
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.22617/FLS210164-3>
- Bank of Thailand. (2022). *ANNUAL REPORT BANK OF THAILAND*.
<https://share.google/pcE0WukxgtgPcBp8N>
- Cassel, G. (1918). Abnormal Deviations in International Exchanges. *The Economic Journal*, 28(112), 413-415. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2223329>
- Chinn, M. D., & Meredith, G. (2004). Monetary policy and long-horizon uncovered interest parity. *IMF Staff Papers*, 51(3), 409-430. <https://doi.org/10.2307/30035956>
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 1161-117, 84. <https://doi.org/10.1086/260506>.
- Fahmi, A. (2019). Pengaruh capital inflow , inflasi , suku bunga , ekspor , dan impor terhadap

- nilai tukar rupiah The effect of capital inflow , inflation , interest rates , exports , and imports on rupiah exchange rates. *Kinerja*, 16(1), 40-50.
- Fiona, F., & Laulita, N. B. (2023). Effect of Inflation, Interest Rate, Exchange Rate, Corruption Perception Index, and Trade Openness on Foreign Direct Investment in 6 Asean Countries. *Journal of Business Studies and Mangement Review*, 7(1), 58-65. <https://doi.org/10.22437/jbsmr.v7i1.28265>
- Frenkel, J. A. (1976). A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. *The Scandinavian Journal of Economics*, 78, 200-224. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/3439924>
- Guardian. (2015). *Bank Sentral AS Naikkan Suku Bunga, Pasar Dunia Bereaksi Positif*. <https://www.voaindonesia.com/a/bank-sentral-as-naikkan-suku-bunga-pasar-dunia-bereaksi-positif/3106784.html>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). BASIC ECONOMETRICS. In *Introductory Econometrics: A Practical Approach*.
- Ho, C. Y., & Tan, C. M. . (2021). Money growth and exchange rate dynamics in ASEAN-5. *The Singapore Economic*, 789-810, 66(03).
- IMF International Monetary Fund. (2025). *Inflation consumer Prices*. Word Bank Group. <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
- Jaya, W., Indah, S., & Yuniarti, P. (2025). Pengaruh Inflasi dan Suku Bunga Terhadap Nilai Tukar Negara-. *Jurnal Sains Ekonomi Dan Edukasi*, 2(8), 2040-2059.
- Ko, H., & Win, W. (2024). Dynamic Relationships Among Money Supply, Inflation and Exchange Rates in ASEAN: A Panel VAR Approach. *International Journal of Science and Social Science Research*, 2(3), 129-137. www.data.adb.org;
- Krugman, P., Obstfeld dkk, (2017). (2017). *International Economics: Theory and Policy, the latest edition*. http://atlas.webster.ac.at/public/syllabi/SYL_2018_S1_ECON_3720_50.pdf
- Lee, K., & Wong, Y. C. (2023). The impact of quantitative easing on exchange rates. *International Review of Economics & Finance*, 85.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). Exchange rate dynamics redux. *Journal of Political Economy*, 103(3), 624-660. <https://doi.org/10.1086/261997>
- Rezeta, F., Soelistyo, A., & Fuddin, M. K. (2024). *The Influence Of Foreign Exchange Reserves , Exports , Imports , Inflation , Gross Domestic Product (Gdp) And Money Supply On Exchange Rates In Asean Countries*. 12, 279-290.
- Rogoff, K. (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. In *Journal of Economic Literature* (Vol. 34, Issue 2, pp. 647-668).
- Roosaleh Laksono, Dewabrata, I. O., Kartadjumena, E., Serlita, E., & Bayunitri, B. I. (2024). The Influence of Macroeconomic Variables on Asean- 5 Countries' Foreign Exchange Reserves Long-Term Relationship and Causality (Empirical Data Year 2014 to 2021). *Technium Economia*, 2, 1-16. <https://doi.org/10.47577/economia.v2i.10988>
- Samsudin, A., Nirawati, L., Rifqi, M. K., Fortuna, A. T., Puspita A5, H. D., & Yudhiane C, F. (2023). Pengaruh Inflasi dan Suku Bunga terhadap Perubahan Nilai Kurs Negara Asia Tenggara dengan Acuan Kurs Rupiah Tahun 2014-2021. *El-Mal: Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 4(6), 1469-1479. <https://doi.org/10.47467/elmal.v4i6.3014>
- Sarno, L., & Taylor, M. P. (2002). Purchasing power parity and the real exchange rate. *IMF Staff*

Papers, 49(1), 65-105. <https://doi.org/10.2307/3872492>

Utami, D. T., & Islami, F. S. (2021). Pengaruh Variabel-Variabel Makro Terhadap. *Jurnal Dialektika*, 6(2), 60-72.

Word Bank. (2025). *Official Exchange Rate*. Word Bank Group. <https://data.worldbank.org/indicator/PA.NUS.FCRF?locations=Z4>

Yodas, E. (2024). *Monetary Policy and Exchange Rates during the Global Tightening*. <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/monetary-policy-and-exchange-rates-during-the-global-tightening-20240510.html>