

**DETERMINAN NILAI TUKAR DI NEGARA *EMERGING MARKET* ASEAN TAHUN 2008-2023****Naura Alya Manar^{1✉}, Banatul Hayati²**^{1,2} Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, Indonesia**Info Artikel***Sejarah Artikel:*

Diterima Januari 2026

Disetujui April 2026

Dipublikasikan Mei 2026

*Keywords:**exchange rate, domestic price level, interest rate, money supply growth, net exports***Abstrak**

Nilai tukar merupakan salah satu indikator makroekonomi penting yang memengaruhi stabilitas ekonomi, perdagangan internasional, dan daya saing suatu negara. Negara *emerging market* ASEAN memiliki tingkat keterbukaan ekonomi dan integrasi keuangan yang tinggi, serta umumnya menerapkan rezim nilai tukar mengambang terkendali sehingga pergerakan nilai tukarnya rentan terhadap guncangan kondisi makroekonomi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat harga domestik, suku bunga, pertumbuhan JUB, dan net ekspor terhadap nilai tukar di negara emerging market ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand, selama periode 2008–2023. Metode analisis yang digunakan adalah regresi data panel *Fixed Effect Model* (FEM). Hasil estimasi menunjukkan bahwa tingkat harga domestik berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai tukar, serta pertumbuhan JUB berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai tukar. Sementara itu, suku bunga dan *dummy* net ekspor tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar. Secara simultan, seluruh variabel independen berpengaruh terhadap nilai tukar. Temuan ini mengonfirmasi bahwa pergerakan nilai tukar merupakan hasil interaksi berbagai variabel independen yang memengaruhi keseimbangan permintaan dan penawaran valuta asing.

Abstract

The exchange rate is a crucial macroeconomic indicator that affects economic stability, international trade, and a country's competitiveness, particularly in emerging market economies. The ASEAN region is characterized by a high degree of economic openness and financial integration, and generally adopt a managed floating exchange rate regime so as their exchange rates sensitive to macroeconomic shocks. This study aims to analyze the effects of domestic price level, interest rates, money supply growth, and net exports on the exchange rates of ASEAN emerging market countries, such as Indonesia, Malaysia, Philippines, and Thailand, during the period 2008–2023. A static panel data regression using the Fixed Effect Model (FEM) is applied. The results indicate that domestic price level have a positive and significant effect on exchange rates, as well as money supply growth have a negative and significant effect on exchange rates. Meanwhile, interest rate and dummy net exports do not have a significant effect on exchange rates. Simultaneously, all independent variables significantly affect exchange rates. These findings confirm that exchange rate movements are determined by the interaction of various independent variable influencing the demand and supply of foreign exchange.

✉ Alamat Korespondensi:

Departemen Ekonomi Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas

Diponegoro, Jl.Prof. Soedarto SH., Tembalang, Semarang 50239

Email: nauraalyam012@gmail.com

PENDAHULUAN

Nilai tukar menjadi kunci dalam kestabilan ekonomi dan perdagangan internasional. Dalam konteks *emerging market*, ASEAN sangat bergantung pada perdagangan internasional sehingga pergerakan nilai tukar menjadi isu krusial. *Institute for Democracy and Economic Affairs (2022)* dalam laporannya menegaskan bahwa kawasan ASEAN makin terintegrasi dalam rantai nilai tukar yang menandakan bahwa pergerakan nilai tukar berdampak pada kinerja ekspor dan ekonomi domestik. Integrasi keuangan global yang tinggi di negara *emerging market* turut meningkatkan kerentanan terhadap guncangan kondisi makroekonomi (Lane & Milesi-Ferretti, 2017).

Nilai tukar memiliki peran strategis sebagai indikator daya saing harga suatu negara di pasar internasional. Pelemahan nilai mata uang domestik mengakibatkan harga barang dalam negeri menjadi relatif lebih rendah bagi konsumen luar negeri sehingga berpotensi meningkatkan ekspor, tetapi pada saat yang sama meningkatkan harga barang impor. Sebaliknya, penguatan nilai mata uang menyebabkan harga barang domestik menjadi relatif lebih mahal di pasar global dan dapat menekan kinerja ekspor meskipun mampu menurunkan biaya impor (Krugman et al., 2018).

Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand termasuk negara *emerging market* di kawasan ASEAN berdasarkan klasifikasi dari *World Economic Outlook. Emerging market* merujuk pada negara-negara berkembang yang dicirikan dengan tingginya pertumbuhan ekonomi dan industrialisasi dalam kegiatan sosial dan bisnis. Kondisi tersebut mencerminkan aktivitas ekonomi yang berkembang dan berpotensi meningkatkan daya tarik investor untuk menanamkan modal di negara tersebut (Stowell, 2018).

Tabel 1 Jumlah PDB Berdasarkan Harga Konstan 2015 di *Emerging Market* ASEAN Tahun 2019-2023 (juta USD)

Tahun	Indonesia	Malaysia	Filipina	Thailand
2019	1.049.330	364.602	396.224	460.212
2020	1.027.656	344.706	358.510	432.369
2021	1.065.709	356.134	378.998	439.080
2022	1.122.268	388.299	407.730	450.410
2023	1.178.932	402.034	430.232	459.498

Sumber: World Bank (2023)

Berdasarkan Tabel 1, PDB di masing-masing negara *emerging market* ASEAN menunjukkan tren yang meningkat dan relatif stabil meskipun pada tahun 2020 sempat mengalami penurunan PDB akibat pandemi COVID-19. Peningkatan PDB di masing-masing negara mencerminkan pemulihan ekonomi di masing-masing negara. Kondisi ini sejalan dengan karakteristik *emerging market* yang ditandai tingginya pertumbuhan ekonomi di masing-masing negara *emerging market* ASEAN.

Dinamika nilai tukar di kawasan ASEAN selama periode 2008-2023 menunjukkan pergerakan yang signifikan seiring dengan perubahan kebijakan moneter global (World Bank, 2023). Periode ini diawali dampak krisis keuangan global 2008 hingga pengetatan likuiditas pascapandemi dan kenaikan suku bunga acuan AS pada 2023 yang menimbulkan tekanan depresiatif di negara *emerging market* ASEAN.

Selain itu, keempat negara ini menerapkan sistem nilai tukar mengambang terkendali berdasarkan laporan tahunan IMF tentang pengaturan dan pembatasan nilai tukar. Artinya, nilai tukar di keempat negara ini ditentukan oleh mekanisme pasar, tetapi tetap berada dalam pengawasan otoritas moneter. Kondisi tersebut menyebabkan pergerakan nilai tukar tidak hanya dipengaruhi oleh faktor pasar, tetapi juga oleh kebijakan yang diambil oleh bank sentral dalam merespons tekanan eksternal.

Tabel 2 Pergerakan Nilai Tukar di *Emerging Market* ASEAN Tahun 2019-2023 (LCU per USD)

Tahun	IDR	MYR	PHP	THB
2019	14.147,7	4,1	51,8	31,0
2020	14.582,2	4,2	49,6	31,3
2021	14.308,1	4,1	49,3	32,0
2022	14.849,9	4,4	54,5	35,1
2023	15.236,9	4,6	55,6	34,8

Sumber: World Bank (2023)

Fenomena global seperti pandemi COVID-19 memberikan dampak pada nilai tukar. Representasi selama periode 2019–2023, nilai tukar di lima negara *emerging market* ASEAN menunjukkan tren depresiasi terhadap dolar AS yang ditunjukkan melalui Tabel 2. Pergerakan nilai tukar antarnegara pada 2022–2023 menunjukkan tren yang berbeda, khususnya di Thailand. Menurut laporan Bank of Thailand (2023), apresiasi mata uang Baht terjadi karena melemahnya dolar AS serta ekspektasi pasar terhadap berakhirnya kenaikan suku bunga acuan AS.

Pada Tabel 1 dan Tabel 2 menunjukkan bahwa tingginya pertumbuhan ekonomi di negara *emerging market* ASEAN tidak selalu diikuti oleh penguatan nilai tukar. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat ketidaksesuaian antara pertumbuhan ekonomi sebagai indikator suatu negara dikatakan *emerging market* dan pergerakan nilai tukar. Kondisi tersebut menandakan bahwa pergerakan nilai tukar tidak hanya dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi di masing-masing negara, tetapi dapat dipengaruhi oleh kondisi fundamental di masing-masing negara.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa pengaruh variabel-variabel yang memengaruhi nilai tukar tidak selalu konsisten. Chavez (2020) dan Shahmi et al. (2024) menemukan bahwa tingkat harga berpengaruh terhadap nilai tukar. Namun, Carissa & Khoirudin (2020), Sumantri & Fadli (2022), dan Rajwa Azra & Farlian (2025) menemukan bahwa tingkat harga tidak berpengaruh terhadap nilai tukar.

Lebih lanjut, penelitian dari Wardhono dkk. (2017), Carissa & Khoirudin (2020), serta Chavez (2020) menemukan bahwa tingkat suku bunga dan pertumbuhan JUB berpengaruh terhadap nilai tukar. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Rajwa Azra & Farlian (2025) serta Wahyudi dkk. (2023) menemukan masing-masing bahwa suku bunga dan pertumbuhan JUB tidak berpengaruh terhadap nilai tukar. Sumantri & Fadli (2022) dan Palupi & Purwono (2024) menemukan bahwa net ekspor berpengaruh terhadap nilai tukar.

Fenomena tersebut menimbulkan permasalahan utama, yaitu adanya kesenjangan penelitian dalam kajian determinan nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN. Hasil dari penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang beragam sehingga hubungan antara variabel makroekonomi dan nilai tukar tidak sepenuhnya konsisten.

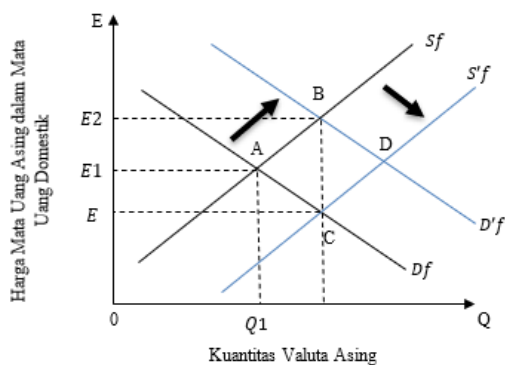
Berbeda dengan penelitian terdahulu yang umumnya berfokus pada kondisi ekonomi normal atau menguji satu negara secara parsial, kebaruan (*novelty*) penelitian ini terletak pada integrasi periode gejolak ekonomi global terkini, yakni pascapandemi COVID-19 hingga era pengetatan suku bunga global tahun 2023. Selain itu, penelitian ini secara spesifik membedah anomali struktural di empat negara *emerging market* ASEAN penganut sistem *managed floating*, di mana pertumbuhan ekonomi yang tinggi justru tidak selalu merefleksikan penguatan nilai tukar. Melalui pendekatan ini, penelitian ini tidak hanya bertujuan untuk mengklarifikasi perdebatan empiris mengenai determinan nilai tukar, tetapi juga memberikan wawasan baru mengenai sejauh mana fundamental makroekonomi domestik mampu menahan guncangan eksternal pada rezim nilai tukar mengambang terkendali.

TINJAUAN PUSTAKA

Nilai tukar ditentukan oleh keseimbangan permintaan dan penawaran valuta asing melalui transaksi ekspor-impor barang dan jasa, arus modal, dan cadangan devisa. Permintaan terhadap valuta asing terutama berasal dari kegiatan impor, pembayaran utang luar negeri, serta arus modal keluar. Sementara itu, penawaran valuta asing berasal dari kegiatan ekspor, penerimaan investasi asing, serta aliran devisa lainnya (Simorangkir & Suseno, 2004). Keseimbangan antara permintaan dan penawaran tersebut akan menentukan nilai tukar yang berlaku.

Mekanisme keseimbangan tersebut dapat dijelaskan melalui interaksi antara kurva permintaan dan penawaran valuta asing di pasar valas. Permintaan valuta asing mencerminkan kebutuhan terhadap mata uang asing untuk membiayai transaksi internasional, sedangkan penawaran valuta asing berasal dari penerimaan devisa yang masuk ke dalam perekonomian. Perubahan pada salah satu sisi, baik permintaan maupun penawaran, akan menyebabkan pergeseran kurva yang pada akhirnya mengubah tingkat keseimbangan nilai tukar yang ditunjukkan pada Gambar 1.

Gambar 1. Keseimbangan Pasar Valuta Asing



Sumber: Salvatore (2014)

Titik A menunjukkan keseimbangan pasar valuta asing. Apabila terjadi kelebihan permintaan valuta asing, valas akan mengalami kelangkaan valuta asing yang menyebabkan harga valas naik. Hal ini mengakibatkan nilai tukar domestik terdepresiasi sehingga menggeser kurva permintaan valuta asing ke kanan atas dari D_f ke D'_f yang menciptakan keseimbangan baru di titik B. Selanjutnya, kelebihan penawaran valuta asing akan menyebabkan kelimpahan valuta asing sehingga harga valas turun. Hal tersebut mengakibatkan nilai tukar domestik terapresiasi sehingga menggeser kurva penawaran ke kanan bawah dari S_f ke S'_f yang menciptakan keseimbangan di titik C.

Berdasarkan kurva keseimbangan pasar valas, perubahan nilai tukar pada dasarnya dipengaruhi oleh pergeseran permintaan dan penawaran valuta asing. Pergeseran tersebut dipengaruhi oleh berbagai faktor fundamental

ekonomi yang memengaruhi aktivitas perdagangan internasional dan arus modal.

Importir atau investor membutuhkan mata uang asing untuk melakukan transaksi internasional yang memicu terjadinya permintaan valas. Sementara itu, ekspor merupakan faktor yang memicu adanya penawaran valas. Faktor yang memicu pergerakan permintaan valas adalah importir, sedangkan faktor yang memicu pergerakan penawaran valas adalah ekspor. Keseimbangan permintaan dan penawaran valas akan menentukan nilai tukar yang berlaku.

Pada umumnya, permintaan valas berasal dari kegiatan impor, pembayaran utang luar negeri, dan aliran modal keluar. Meningkatnya kebutuhan terhadap barang impor akan meningkatkan permintaan valas akibat dari kenaikan harga domestik dan peningkatan uang beredar. Kondisi tersebut akan mendorong terjadinya depresiasi mata uang domestik. Sementara itu, penawaran valas berasal dari kegiatan ekspor, aliran modal masuk, dan aliran devisa lainnya. Ekspor yang meningkat akan menambah pasokan valas di dalam negeri akibat dari adanya *capital inflow* sehingga mata uang domestik akan terapresiasi.

Tingkat harga dapat memengaruhi daya saing ekspor sehingga berdampak pada permintaan dan penawaran valuta asing. Suku bunga memengaruhi arus modal internasional yang akan memengaruhi permintaan terhadap mata uang domestik. Jumlah uang beredar mencerminkan kondisi likuiditas dalam perekonomian yang dapat memengaruhi pergerakan nilai tukar. Selain itu, kondisi perdagangan internasional yang tercermin dalam net ekspor juga memengaruhi nilai tukar. Surplus perdagangan meningkatkan penawaran valuta asing yang dapat mendorong apresiasi nilai tukar, sedangkan defisit perdagangan meningkatkan permintaan valuta asing yang berpotensi menyebabkan depresiasi nilai tukar.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari situs World Bank, International Monetary Fund, dan Bank of International Settlement Data Portal. Penggunaan variable dummy untuk net ekspor (0 untuk defisit perdagangan dan 1 untuk surplus perdagangan) didasarkan pada beberapa pertimbangan metodologis dan teoretis. Pertama, secara matematis, nilai net ekspor

dapat bernilai negatif (ketika terjadi defisit), sehingga tidak dapat ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural (ln) sebagaimana variabel depende nilai tukar (lnEXR). Kedua, pendekatan dummy digunakan untuk mengatasi bias skala atau varians ekstrem (outliers) akibat perbedaan besaran nominal volume perdagangan yang sangat timpang antar negara emerging market ASEAN. Ketiga, model ini lebih fokus untuk menangkap efek struktural dan sentimen pasar valuta asing; di mana perubahan status dari defisit ke surplus memberikan sinyal fundamental secara kualitatif lebih kuat dalam mempengaruhi tekanan apresiasi atau depresiasi nilai tukar dibandingkan sekedar fluktuasi angka nominalnya.

Penelitian ini menerapkan metode regresi data panel statis yang diolah menggunakan perangkat lunak STATA 17. Data panel dipilih karena melibatkan rentang waktu 16 tahun dan menggunakan data 4 negara *emerging market* ASEAN. Data panel yang digunakan berupa kombinasi data *cross-section* (Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand) dan *time series* (2008–2023). Penggunaan data panel dapat memperhitungkan heterogenitas struktural dalam konteks penelitian lintas negara sehingga dapat memberikan pemahaman komprehensif mengenai variasi antarnegara dan antarwaktu.

Penentuan model regresi yang paling sesuai dalam analisis data panel ini ditetapkan pada estimasi *Fixed Effect Model* (FEM). Hal ini didasarkan atas pertimbangan bahwa setiap negara memiliki karakteristik yang beragam pada struktur ekonomi yang dapat memengaruhi nilai tukar. Model ini dinilai lebih sesuai dengan karakteristik data yang mempertimbangkan adanya heterogenitas antarnegara dan variasi antarwaktu. Selain itu, data panel yang dimiliki memiliki jumlah waktu (t) yang lebih besar dibandingkan jumlah *cross-section* (i).

Untuk mengidentifikasi pengaruh tingkat harga domestik, suku bunga, pertumbuhan JUB, dan *dummy* net ekspor terhadap nilai tukar, persamaan regresi didapatkan sebagai berikut:

$$\ln EXR_{it} = \beta_0 + \beta_1(PRICE)_{it} + \beta_2(IR)_{it} + \beta_3(MONEYS)_{it} + \beta_4(DNX)_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

- lnEXR : logaritma natural nilai tukar
- PRICE : tingkat harga domestik
- IR : suku bunga
- MONEYS : pertumbuhan JUB
- DNX : *dummy* net ekspor
- β_0 : konstanta
- β_{1-6} : koefisien
- e : *error term*
- i : *cross-section*
- t : *time series*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengidentifikasi tingkat korelasi antarvariabel independen. Apabila nilai VIF lebih kecil dari 10, maka model dinyatakan tidak mengalami masalah multikolinearitas. Berdasarkan Tabel 3, seluruh variabel independen serta nilai rata-rata memiliki nilai VIF di bawah 10 yang menunjukkan bahwa model tidak mengandung masalah multikolinearitas.

Tabel 3 Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF
Tingkat Harga Domestik	8.52
Suku Bunga	6.22
Pertumbuhan JUB	4.90
<i>Dummy</i> Net Ekspor	2.65
Mean	5.57

Sumber: Hasil Olah Data STATA 17, 2026

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengevaluasi variasi residual dalam model regresi dengan mengacu pada nilai probabilitas dari uji *Wald*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai probabilitas uji *Wald* sebesar 0,7073 (Tabel 4) yang berada di atas 0,05 yang menandakan bahwa model ini terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Tabel 4 Hasil Uji Heteroskedastisitas

chi2(4)	2.15
Prob > chi2	0.7073

Sumber: Hasil Olah Data STATA 17, 2026

Selanjutnya, metode analisis regresi yang dipilih dalam penelitian ini diestimasi menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM).

Tabel 5 Hasil Regresi Data Panel dengan Fixed Effect Model (FEM)

	Koefisien	t-statistics	p-value
Tingkat Harga Domestik	0.0057254	8.73	0.000
Suku Bunga	-0.0012348	-0.14	0.890
Pertumbuhan JUB	-0.0072692	-2.86	0.006
Dummy Net Ekspor	0.0238459	0.77	0.444
Konstanta	3.895073	36.68	0.000
R-squared	0.7360		
F-statistic	39.03		
Prob. F	0.0000		

Sumber: Hasil Olah Data STATA 17, 2026

Berdasarkan Tabel 5 pada hasil regresi data panel dengan *Fixed Effect Model* (FEM), didapatkan persamaan atas regresi data panel sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \ln EXR_{it} = & 3,895073 \\ & + 0,0057254(PRICE)_{it} \\ & - 0,0012348(IR)_{it} \\ & - 0,0072692(MONEYS)_{it} \\ & + 0,0238459DNX_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil estimasi, persamaan regresi dapat diinterpretasikan sebagai berikut. Nilai konstanta sebesar 3,895073 menunjukkan bahwa ketika seluruh variabel independen diasumsikan bernilai nol, nilai tukar negara *emerging market* ASEAN berada pada tingkat 3,895073 satuan mata uang domestik terhadap dolar AS. Terkait dengan variabel independen, tingkat harga domestik memiliki koefisien sebesar 0,0057254, yang bermakna bahwa setiap kenaikan harga domestik sebesar 1 poin indeks akan memicu depresiasi nilai tukar sebesar 0,57254 persen, dengan asumsi faktor lain tetap (*ceteris paribus*).

Sebaliknya, variabel suku bunga dan pertumbuhan jumlah uang beredar (JUB) menunjukkan arah hubungan yang berlawanan. Koefisien suku bunga tercatat sebesar -0,0012348, mengindikasikan bahwa kenaikan suku bunga sebesar 1 persen akan mendorong apresiasi nilai tukar domestik sebesar 0,12348 persen. Pola serupa terlihat pada pertumbuhan JUB dengan koefisien -0,0072692, di mana setiap peningkatan sebesar 1 persen justru akan menyebabkan mata uang domestik terapresiasi sebesar 0,72692 persen. Terakhir, variabel *dummy* net ekspor memiliki koefisien positif

sebesar 0,0238459. Nilai ini menunjukkan bahwa ketika suatu negara mengalami surplus perdagangan, nilai tukarnya cenderung terdepresiasi sebesar 2,38459 persen lebih tinggi jika dibandingkan dengan kondisi saat negara tersebut mengalami defisit perdagangan, dengan asumsi seluruh variabel lainnya konstan.

Hasil Uji Signifikansi

Berdasarkan tabel 5, nilai f-hitung adalah 39,03 sehingga f-hitung > f-tabel (39,03 > 2,578), serta *p-value* sebesar 0,0000 (0,0000 < 0,05). Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat harga domestik, suku bunga, pertumbuhan JUB, dan *dummy* net ekspor secara simultan memiliki pengaruh terhadap nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN terhadap dolar AS.

Selanjutnya, nilai *R-squared* tercatat sebesar 0,7360 yang menunjukkan bahwa tingkat harga domestik, suku bunga, pertumbuhan JUB, dan *dummy* net ekspor mampu menjelaskan variasi nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN sebesar 73,60%. Sementara itu, sebesar 26,40% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar variabel yang dianalisis dalam penelitian ini.

Pembahasan

Pengaruh Tingkat Harga Domestik terhadap Nilai Tukar

Hipotesis pertama menyatakan bahwa tingkat harga domestik berpengaruh positif terhadap nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN. Hasil estimasi ini sejalan dengan hipotesis yang dirumuskan sehingga hipotesis nol ditolak yang didukung dengan nilai t-hitung sebesar 8,73 (8,73 > 1,671) dengan *p-value* sebesar 0,000 (0,000 < 0,05). Dengan demikian, tingkat harga domestik berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai tukar *emerging market* ASEAN pada tingkat $\alpha = 1\%$.

Temuan ini sejalan dengan konsep keseimbangan pasar valas yang menjelaskan bahwa kenaikan harga domestik akan menurunkan daya saing ekspor sehingga permintaan valas akan meningkat. Kondisi tersebut dapat menyebabkan nilai tukar domestik terdepresiasi. Temuan ini serupa dengan temuan dari Chavez (2020) yang menunjukkan bahwa faktor harga memiliki pengaruh terhadap nilai tukar dalam jangka panjang.

Pengaruh Suku Bunga terhadap Nilai Tukar

Hipotesis kedua menyatakan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN. Hasil estimasi ini tidak sejalan dengan hipotesis yang dirumuskan sehingga hipotesis nol diterima yang didukung dengan nilai t-hitung sebesar $-0,14$ ($|-0,14| < 1,671$) dengan *p-value* sebesar $0,890$ ($0,890 > 0,05$). Dengan demikian, suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar *emerging market* ASEAN.

Secara teoretis, kenaikan suku bunga dapat menarik aliran modal masuk dan meningkatkan penawaran valas. Hal tersebut seharusnya dapat mendorong apresiasi nilai tukar domestik. Akan tetapi, hasil estimasi menunjukkan bahwa pengaruh suku bunga tidak kuat secara statistik dalam konteks negara *emerging market* ASEAN. Temuan ini serupa dengan temuan dari Nurjanah & Mustika (2021) serta Rajwa Azra & Farlian (2025) yang menunjukkan bahwa suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar.

Ketidaksignifikan variabel ini dapat disebabkan oleh faktor lain, seperti persepsi risiko dan kondisi ekonomi, yang memengaruhi keputusan investor untuk menanamkan modal di negara *emerging market* ASEAN. Selain itu, penerapan rezim tukar mengambang terkendali mengakibatkan peran intervensi bank sentral dapat meredam dampak perubahan suku bunga terhadap nilai tukar.

Pengaruh Pertumbuhan JUB terhadap Nilai Tukar

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa pertumbuhan JUB berpengaruh positif terhadap nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN. Hasil estimasi memiliki nilai t-hitung sebesar $2,86$ ($|2,86| > 1,671$) dengan *p-value* sebesar $0,000$ ($0,000 < 0,05$). Akan tetapi, temuan ini tidak sejalan dengan hipotesis yang dirumuskan sehingga hipotesis nol diterima. Dengan demikian, pertumbuhan JUB berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai tukar *emerging market* ASEAN pada tingkat $\alpha = 1\%$.

Secara teoretis, peningkatan uang beredar seharusnya meningkatkan permintaan terhadap barang impor sehingga mendorong depresiasi nilai tukar domestik. Namun, temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan uang beredar justru diikuti dengan apresiasi nilai tukar domestik. Temuan ini serupa dengan temuan Chavez (2020) dan Wahyudi et al. (2023) yang

menunjukkan bahwa hubungan antara uang beredar dan nilai tukar tidak selalu sejalan dengan teori.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan jumlah uang beredar justru mendorong apresiasi nilai tukar domestik. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan uang beredar dapat diikuti oleh pesatnya pertumbuhan ekonomi di negara *emerging market* ASEAN. Hal ini menyebabkan adanya *capital inflow* yang meningkatkan penawaran valas. Oleh karena itu, temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh peningkatan uang beredar dapat bekerja melalui sisi penawaran valas.

Pengaruh Dummy Net Ekspor terhadap Nilai Tukar

Hipotesis keempat menyatakan bahwa *dummy net ekspor* berpengaruh negatif terhadap nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN. Hasil estimasi ini tidak sejalan dengan hipotesis yang dirumuskan sehingga hipotesis nol diterima yang didukung dengan nilai t-hitung sebesar $0,77$ ($0,77 < 1,671$) dengan *p-value* sebesar $0,444$ ($0,444 > 0,05$). Dengan demikian, *dummy net ekspor* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar *emerging market* ASEAN.

Secara teoretis, surplus perdagangan seharusnya akan menyebabkan permintaan valas menurun sehingga mendorong apresiasi nilai tukar domestik. Temuan ini tidak mendukung temuan dari Sumantri & Fadli (2022) serta Palupi & Purwono (2024). Ketidaksignifikan pada variabel ini dapat dijelaskan bahwa kondisi perdagangan tidak menjadi penentu utama pergerakan nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN terhadap dolar AS, baik pada tekanan apresiasi maupun depresiatif.

Menurut laporan World Bank (2017), hal tersebut dapat dijelaskan melalui struktur perdagangan ASEAN yang didominasi *intermediate goods* (barang antara) dan tingginya keterbukaan ekonomi sehingga peningkatan ekspor sering diikuti dengan peningkatan impor bahan baku. Oleh karena itu, pengaruh net ekspor tidak sepenuhnya tecermin pada pergerakan nilai tukar.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat harga domestik, suku bunga, pertumbuhan JUB, dan net ekspor terhadap nilai tukar di negara *emerging market*

ASEAN terhadap dolar AS selama periode 2008–2023. Berdasarkan hasil estimasi menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM), diperoleh temuan bahwa tingkat harga domestik, suku bunga, pertumbuhan JUB, dan *dummy* net ekspor berpengaruh terhadap nilai tukar secara simultan. Secara parsial, penelitian ini menyimpulkan bahwa determinan utama nilai tukar di negara *emerging market* ASEAN lebih banyak dipengaruhi oleh faktor fundamental domestik, khususnya stabilitas harga dan pengendalian jumlah uang beredar, dibandingkan oleh instrumen suku bunga maupun kondisi perdagangan.

Temuan ini memberikan rekomendasi kepada pemangku kebijakan untuk memprioritaskan pengendalian inflasi dan menjaga pertumbuhan uang beredar secara optimal sebagai upaya menjaga kestabilan nilai tukar di negara *emerging market*. Selain itu, penelitian mendatang disarankan untuk menggunakan model panel dinamis dan memperluas cakupan negara agar lebih komprehensif mengenai determinan nilai tukar di negara *emerging market*.

DAFTAR PUSTAKA

- Bank of Thailand. (2023). *Thailand's Economic Conditions in 2023*.
- Carissa, N., & Khoirudin, R. (2020). The factors affecting the rupiah exchange rate in Indonesia. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 18(1), 37–46. <https://doi.org/10.29259/jep.v18i1.9826>
- Chavez, C. (2020). DETERMINANTS OF REAL EXCHANGE RATE: A BEHAVIOURAL AND FUNDAMENTAL DYNAMIC ANALYSIS IN LATIN AMERICAN COUNTRIES. *Journal of Developing Economies*, 5(1), 70. <https://doi.org/10.20473/jde.v5i1.18814>
- Institute for Democracy and Economic Affairs. (2022). *ASEAN Integration Report 2022*.
- Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. J. (2018). *International Economics: Theory & Policy* (11th ed.). Pearson Education. www.myeconlab.com
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2017). *International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis* (WP/17/115). <http://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2017/datasets/wp115.ashx>
- Nurjanah, R., & Mustika, C. (2021). The influence of imports, foreign exchange reserves, external debt, and interest rates on the currency exchange rates against the United States Dollar in Southeast Asia Countries. *Jurnal Perspektif Pembiayaan Dan Pembangunan Daerah*, 9(4), 365–374. <https://doi.org/10.22437/ppd.v9i4.12706>
- Palupi, D. A., & Purwono, R. (2024). The Impact of Changes in World Oil Prices, Interest Rates, and Net Exports on The Exchange Rate of ASEAN-4 Countries. *Jurnal Ilmu Ekonomi Terapan*, 9(2), 281–294. <https://doi.org/10.20473/jiet.v9i2.59936>
- Rajwa Azra, C., & Farlian, T. (2025). The Influence of Interest Rates, Inflation and Foreign Exchange Reserves on the Rupiah Exchange Rate. *Ekonomi Dan Bisnis*, 12(2), 148–162. <https://doi.org/10.35590/jeb.v12i2.10113>
- Salvatore, D. (2014). *International Economics* (11th ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Shahmi, M. A., Irawan, R., Abdullah, S., Fauziah, Y., Nengsi, T. S., & Oktafannisa, S. (2024). OPTIMALISASI INVESTASI ASING LANGSUNG DAN KETERBUKAAN EKONOMI TERHADAP NILAI TUKAR EFEKTIF RIIL DI INDONESIA. *EKOMBIS Sains: Jurnal Ekonomi, Keuangan, Dan Bisnis*, 9(1).
- Simorangkir, I., & Suseno. (2004). *Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar* (12). Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) BI.
- Stowell, D. P. (2018). Chapter 12 - Hedge Fund Investment Strategies. In D. P. Stowell (Ed.), *Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity (Third Edition)* (pp. 265–289). Academic Press. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/B978-0-12-804723-1.00012-8>
- Sumantri, V. D. S., & Fadli, F. (2022). Analysis of Macroeconomic Variables Affecting Inflation and Exchange Rates. *Integrated*

Journal of Business and Economics, 6(2), 102.
<https://doi.org/10.33019/ijbe.v6i2.417>

Wahyudi, H., Andriyanto, R. W., Tresnaningtyas, A., Sumanda, K., & Palupi, W. A. (2023). Analysis of Oil Price and Exchange Rate in Indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 13(2), 27–33.
<https://doi.org/10.32479/ijeeep.13925>

World Bank. (2017). *Measuring and analyzing the impact of GVCs on economic development : Global Value Chain Development Report 2017*. World Bank Group.

World Bank. (2023). *World Bank Data - World Development Index*.