

Bauran Kebijakan Bank Sentral

Pertemuan ke-9

1. Mahasiswa memiliki pemahaman atas kompleksitas permasalahan Bank Sentral pasca krisis global dan paradigma baru kebijakan Bank Sentral.
2. Mahasiswa memahami konsep dasar keterkaitan sistem keuangan dengan makroekonomi (*macro-financial linkage*) serta pentingnya bauran kebijakan Bank Sentral untuk mencapai mandat ganda stabilitas harga dan mendukung stabilitas sistem keuangan.
3. Mahasiswa memiliki pemahaman yang terintegrasi dan komprehensif atas kebijakan dan kegiatan yang dilakukan Bank Sentral dalam menjaga stabilitas moneter, stabilitas sistem keuangan dan memperlancar kegiatan sistem pembayaran dan pengelolaan uang Rupiah.

Tujuan Pembelajaran

OUTLINE PENGAJARAN

01

Pendahuluan

02

Paradigma Kebijakan Bank Sentral
Pasca Krisis Keuangan Global
2008/2009

03

Linkage Stabilitas Moneter dan Sistem
Keuangan dan Bauran Instrumen Kebijakan
Bank Sentral

04

Implikasi pada Mandat
Kebijakan Bank Sentral

05

Bauran Kebijakan Bank
Indonesia



PENDAHULUAN

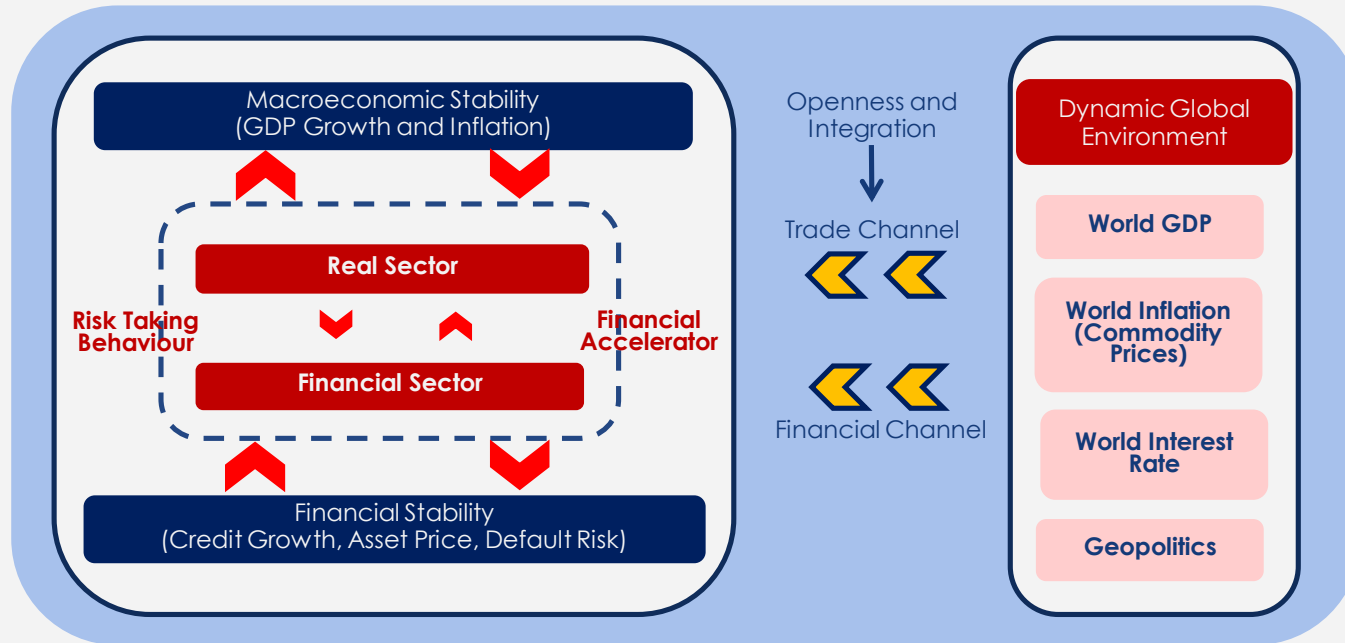
Pendahuluan

- Sebelum krisis keuangan global 2008/2009, fokus dari bank sentral di seluruh dunia adalah stabilitas harga (inflasi) disamping stabilitas nilai tukar (Juhro, 2020).
- Karena tugas pengawasan bank dialihkan ke lembaga lain, tugas kebijakan moneter lebih utama dilakukan bank sentral dengan tujuan stabilitas harga.
 - Dalam praktiknya, bank sentral menggunakan kerangka kebijakan moneter *Inflation Targeting Framework* (ITF) yang dianut berbagai negara maju dan berkembang.

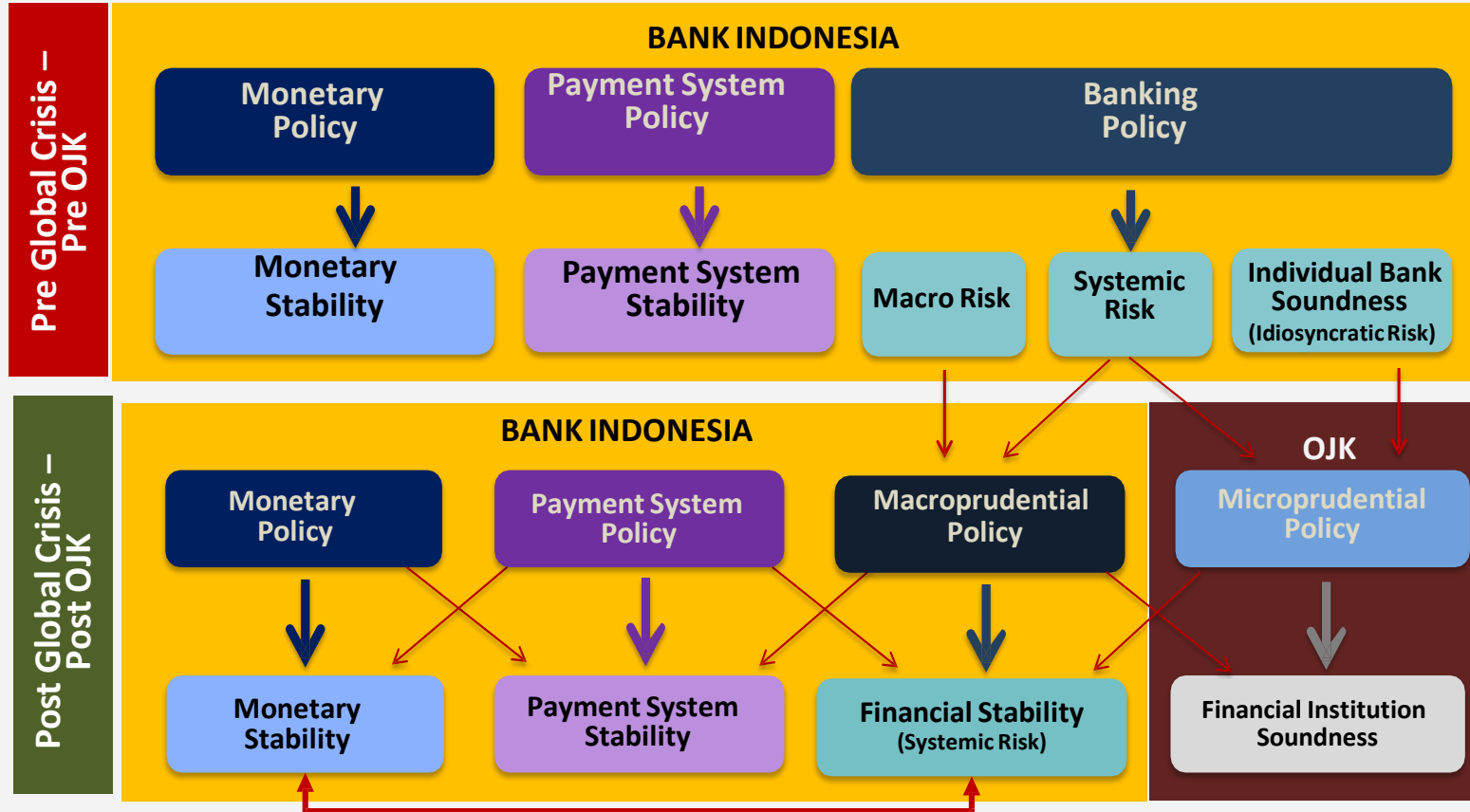
Pendahuluan (cont'd)

- Pasca krisis keuangan global 2008/2009, terdapat perubahan tujuan dan praktik kebijakan bank sentral.
 - ITF tidaklah gagal, bahkan berhasil menurunkan inflasi, meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan menurunkan suku bunga (Berg *et al.*, 2013).
- Kurangnya perhitungan risiko krisis yang muncul dari keterkaitan sistem keuangan dengan makroekonomi (*macro-financial linkages*).
 - Pengaturan dan pengawasan mikroprudensial tidak mampu memitigasi risiko makro-finansial.

Untuk mendukung pertumbuhan ekonomi yang *sustainable*, bank sentral melakukan tiga tugas: **kebijakan moneter** untuk mencapai stabilitas harga-stabilitas nilai tukar dan stabilitas sistem keuangan melalui **kebijakan makroprudensial**



Kebijakan Bank Indonesia Pra dan Pasca Krisis Keuangan 2008/2009





**PARADIGMA KEBIJAKAN
BANK SENTRAL PASCA
KRISIS KEUANGAN GLOBAL
2008/2009**

Krisis keuangan global berdampak negatif terhadap sistem keuangan, perekonomian, beban fiskal, dan kesejahteraan masyarakat—disebabkan oleh prosklitas *property bubble* dan *credit boom* dan aspek multidimensi dari krisis nilai tukar, utang, dan sistem keuangan (Juhro, 2020).

Reformasi tujuan dan struktur kelembagaan sejumlah otoritas dilakukan agar dapat dilakukan pemfokusan satu instrument untuk satu tujuan (Kaidah Tinbergen).



Kebijakan Fiskal

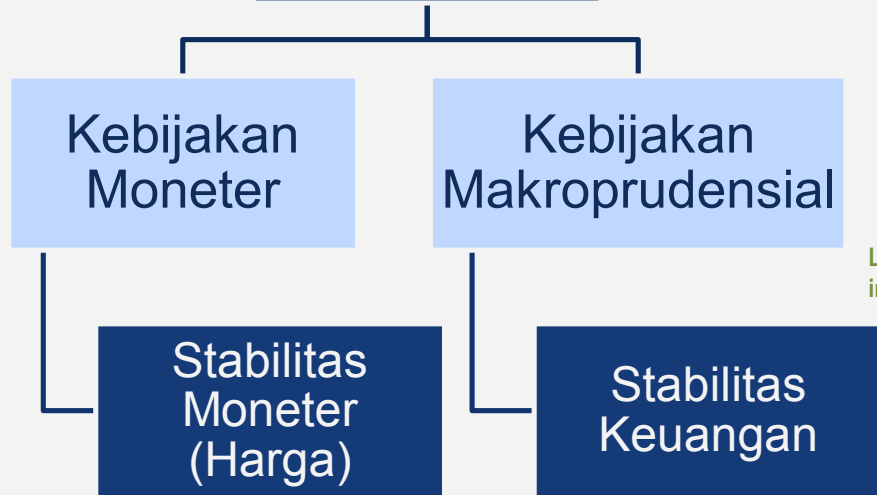


Kebijakan Moneter
(stabilitas harga dan nilai tukar)



Pengawasan Lembaga Keuangan

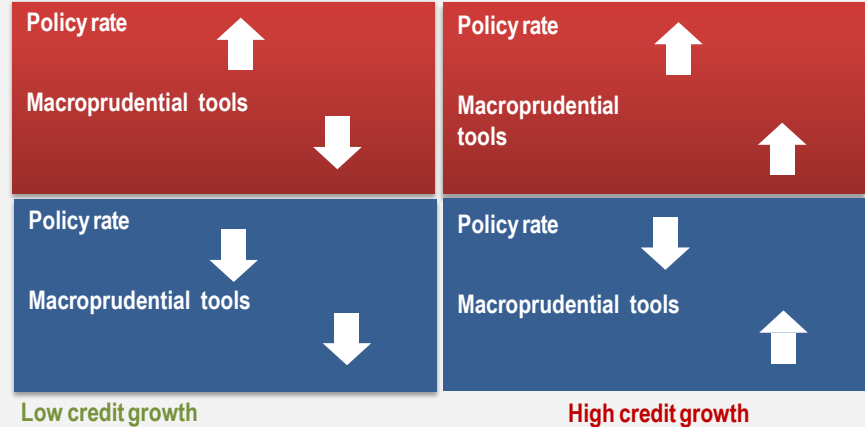
Tinbergen Principle



High Inflation

Price Stability

Low inflation



Financial Stability

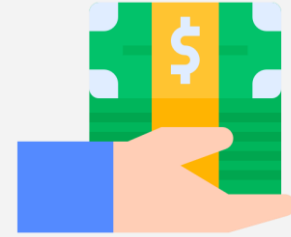
Tugas Bank Sentral Pasca Krisis Keuangan Global 2008/2009

- Selain stabilitas harga dan nilai tukar, bank sentral bertugas mendukung stabilitas sistem keuangan (SSK).
- Ketidakseimbangan makro-finansial dari prosiklisitas keuangan dan risiko sistemik (*systemic risk*) tidak dapat diatasi melalui kebijakan suku bunga atau kebijakan mikroprudensial (Juhro, 2020).
- Mengelola aliran modal asing yang volatilitasnya semakin tinggi sejak krisis global terjadi. Terdapat tiga jenis risiko dari aliran modal asing (Kawai dan Lamberte, 2010);
 1. risiko makroekonomi,
 2. risiko ketidakstabilan sistem keuangan,
 3. risiko *sudden-stops*



Risiko Sistemik

Risiko disebabkan menurunnya seluruh/sebagian fungsi sistem keuangan dan berpotensi berdampak negatif bagi perekonomian (Juhro, 2020)



Sudden Stop

Turunnya aliran masuk bersih modal asing dalam jumlah besar sehingga menimbulkan krisis ekonomi, krisis finansial, krisis nilai tukar, dan krisis pembayaran (Juhro, 2020)

Kedua risiko dapat muncul dan menyebar ke dalam perekonomian jika terdapat keterkaitan sistem keuangan (*interconnectedness*). Semakin kompleks jejaring keuangan, semakin cepat perambatannya.

Transmisi resiko perekonomian (Xu dan Bricco, 2019; Cai et al, 2018):

1. *Interbank Channel*

- Jalur ini timbul dari transaksi pinjaman antar bank di pasar uang antar bank (PUAB) dan penempatan antar bank dalam bentuk seperti deposito, *negotiable certificate deposits* (NCD), *medium term notes* (MTN), dan obligasi bank.

2. *Holdings Channel/Common Asset Exposures*

- Timbul melalui aset yang tidak dapat diperdagangkan (*non traded assets* atau jalur kredit), dan melalui aset yang diperdagangkan (*traded assets* atau jalur *marked to market*). Penciptaan interkoneksi pada jalur kredit terjadi melalui kredit sindikasi ataupun kredit bilateral namun dengan banyak bank (*risk sharing*).

Transmisi resiko perekonomian (Xu dan Bricco, 2019; Cai et al, 2018):

3. *Financial Market Infrastructure (FMI)*

- Fungsi FMI untuk memfasilitasi kliring, penyelesaian atau pencatatan pembayaran, surat berharga, aset derivatif atau transaksi keuangan lainnya (Contoh: Sistem Kliring Nasional, RTGS, SWIFT) membuat proses FMI tidak boleh terganggu.

4. *Information Channel (Persepsi Pasar)*

- Timbul biasanya karena kemiripan karakteristik antar bank, misalnya model bisnis dari perbankan. Jika ada satu bank bermasalah, maka bank lain yang memiliki karakteristik yang sama secara tidak langsung akan terkena dampaknya dengan penarikan dana oleh masyarakat.

Mandat Ganda Bank Sentral:

1. Mencapai stabilitas harga dan nilai tukar melalui kebijakan moneter, makroprudensial, dan sistem pembayaran

1. Mendukung stabilitas sistem keuangan (SSK) melalui pengaturan dan pengawasan makroprudensial

Mekanisme koordinasi kebijakan antar kelembagaan:

Bank Indonesia-Kementerian Keuangan-OJK-Lembaga Penjamin Simpanan.

Bank sentral bertugas mengatur makroprudensial karena memiliki kapasitas *surveillance* makroekonomi, makro-finansial, dan instrument kebijakan makroprudensial (Kawai dan Morgan, 2012).

Kebijakan moneter berfokus pada inflasi yang rendah dan stabil sedangkan **kebijakan makroprudensial** berfokus pada stabilitas sistem keuangan, dengan memitigasi risiko sistemik dan kecenderungan prosiklikalitas (Juhro, 2020; Claessens dan Kose, 2013).

	Interaksi Kebijakan	Efektivitas Kebijakan	Indikator Tujuan
Kebijakan Moneter	Kebijakan moneter berpengaruh across the board, bekerja dalam kondisi asimetrik, membuat pencapaian atas sebuah target dapat menimbulkan masalah dalam pencapaian target yang lain.	Kebijakan moneter berkontribusi menciptakan ketidakstabilan sistem keuangan. Contoh: suku bunga rendah menciptakan insentif bagi perbankan utk berani mengambil risiko dan ekspansi kredit yang berlebih sehingga menciptakan penggelembungan harga aset & jebakan utang.	Stabilitas harga lebih mudah didefinisikan dan diukur dlm bentuk indikator, indeks, dll;
Kebijakan Makroprudensial	Kebijakan makroprudensial dapat dikustomisasi untuk bekerja pada target yang spesifik.	Kebijakan makroprudensial bisa diformulasikan utk mencapai tujuan spesifik	Stabilitas sistem keuangan jauh lebih sulit diukur: akumulasi risiko sistemik, kesalahan atau penggelembungan harga aset, yang tidak mudah untuk dikuantifikasi.

Bauran kebijakan (*policy mix*) bank sentral adalah integrasi antara kebijakan moneter, makroprudensial, dan MAM. Bauran kebijakan memiliki cakupan yang lebih luas dari *Flexible Inflation Targeting Framework* (Juhro, 2020).



Tiga Konsep dalam Bauran Kebijakan Bank Sentral:



1. Kebijakan moneter diarahkan untuk mencapai stabilitas harga dengan memberi pertimbangan yang lebih pada harga aset (finansial dan properti).



2. Kebijakan makroprudensial mencakup pengaturan dan pengawasan terhadap lembaga jasa keuangan dari perspektif makro dan fokus pada risiko sistemik untuk menjaga SSK.



3. Manajemen aliran modal asing diarahkan untuk memitigasi risiko prosiklisitas dan risiko sistemik yang muncul dari akumulasi utang luar negeri dan volatilitas aliran modal asing.

Bauran Kebijakan Moneter dan Makroprudensial (Instrumen)

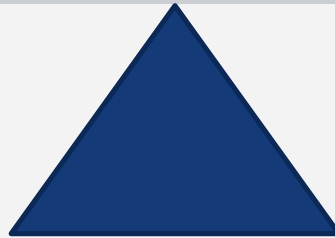
Menjaga otonomi kebijakan moneter dalam mencapai kestabilan harga

- Menetapkan suku bunga kebijakan untuk memberikan sinyal dan mengelola ekspektasi inflasi;
- Mengoptimalkan instrumen makroprudensial untuk mengelola likuiditas, mencegah risiko sektor keuangan.

Manajemen Nilai Tukar

Menstabilisasi pergerakan nilai tukar sejalan dengan fundamentalnya

- Konsisten dengan pencapaian sasaran inflasi;
- Intervensi nilai tukar untuk mengurangi volatilitas jangka pendek;
- Mencari keseimbangan optimal antara menyediakan ruang untuk apresiasi/ depresiasi dan mengelola kecukupan cadangan devisa.



Manajemen Arus Modal

Mengelola dinamika arus modal dalam mendukung stabilitas makroekonomi

- Utilisasi instrumen makroprudensial untuk mengelola pergerakan arus modal dan mencegah risiko sektor eksternal;
- Mempromosikan pendalaman keuangan pasar valuta asing;
- Mendukung manajemen cadangan devisa sebagai bentuk *self-insurance*



***LINKAGE* STABILITAS MONETER
DAN SISTEM KEUANGAN DAN
BAURAN INSTRUMEN KEBIJAKAN
BANK SENTRAL**

Tinjauan Hubungan Stabilitas Moneter dan Stabilitas Keuangan

- Stabilitas keuangan adalah suatu kondisi yang menjamin pencapaian stabilitas harga, yaitu harga yang rendah dan stabil, harga aset stabil dan tidak ada krisis keuangan (Issing, 2003).
- Hubungan antara stabilitas moneter dan stabilitas keuangan:
 1. Pandangan konvensional: stabilitas moneter mendukung stabilitas keuangan, inflasi merupakan asumsi utama karena dimungkinkan menyebabkan *lender-borrower asymmetric information*.
 2. Hubungan keduanya berkebalikan. Inflasi mendorong fluktuasi harga dan krisis perbankan. *Twin crises* sistem perbankan dan nilai tukar akan menghasilkan kebijakan moneter yang *unusual*, bahkan terbalik (Goldfajn dan Gupta, 2003).

Tinjauan Teoretikal Stabilitas Moneter dan Stabilitas Keuangan

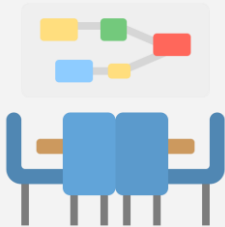
- **”New Environment” Hypothesis**: terdapat *trade off* antara stabilitas moneter dan stabilitas keuangan, dimana pengendalian inflasi dapat menumbuhkan optimisme terhadap perekonomian yang mengakibatkan peningkatan transaksi di pasar aset dan kredit sehingga mendorong harga aset dan kredit meningkat sepanjang terjadinya inflasi.
- Issing (2003): *trade off* mungkin muncul dalam jangka pendek selama periode disinflasi yang mendadak, yang kemudian mendorong penurunan suku bunga nominal dan menimbulkan *asset price bubble*.
- Altunbas et al. (2009): tingkat suku bunga yang sangat rendah selama periode waktu yang panjang menyebabkan peningkatan *bank risk taking*.

Tinjauan Teoretikal Stabilitas Moneter dan Stabilitas Keuangan

- De Nicolo et al. (2010): suku bunga kebijakan moneter longgar akan meningkatkan pengambilan risiko, tergantung pada kesehatan sistem perbankan.
- Borio dan Zhu (2012): terdapat saluran baru, yaitu *risk taking channel*.
 1. Penurunan suku bunga akan meningkatkan persepsi harga aset dan potensi keuntungannya,
 2. Penurunan suku bunga akan meningkatkan ilusi uang terdapat kepemilikan aset yang disebabkan oleh *sticky rate return*,
 3. Transparansi bank sentral akan mengurangi ketidak pastian di masa depan dan menurunkan premi risiko.

Perilaku Sektor Keuangan dan Efektivitas Kebijakan Moneter

Sektor keuangan berperan penting dalam stabilitas makro karena perilakunya yang memicu prosiklisitas. Karakteristik prosiklikal disebabkan beberapa faktor (Juhro, 2020):



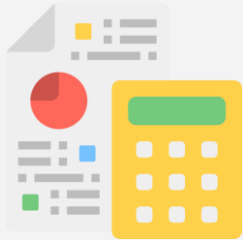
Asymmetric information dipasar keuangan memicu akselerator keuangan yang diperburuk dengan respon nonproporsional dari pelaku pasar dalam memahami risiko.



Proklisitas juga dapat muncul sejalan dengan karakteristik dari regulasi sektor keuangan (yang pada dasarnya bersifat prosiklikal)

- Basel II adalah aturan sektor perbankan untuk memperkuat manajemen risiko bank. Basel II secara tidak langsung mendorong bank untuk tidak mengakumulasi tambahan modal saat kondisi perbankan dan ekonomi prospektif.

Standar akuntansi berkontribusi terhadap terjadinya prosiklisitas



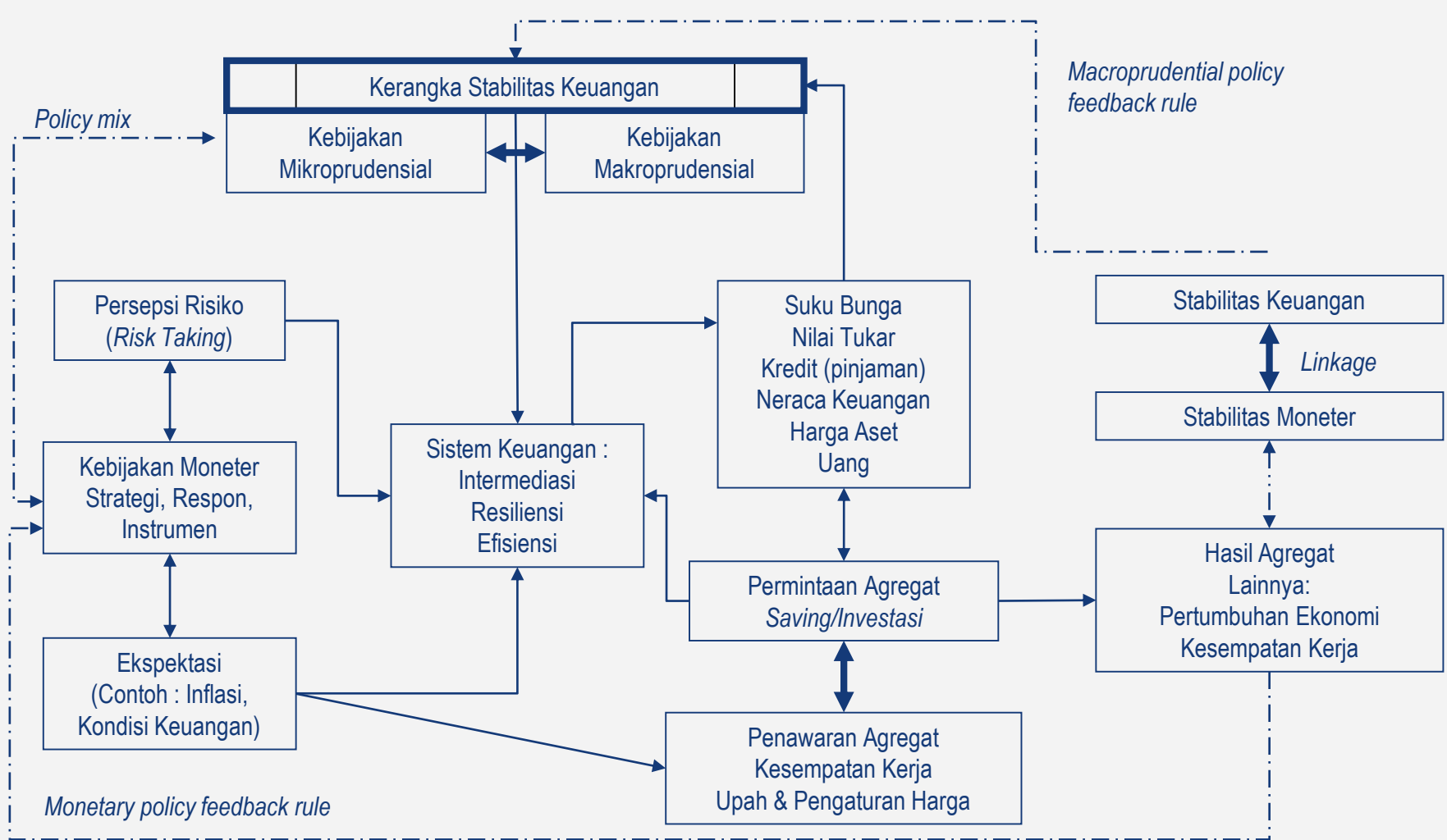
- Pendekatan nilai pasar: Jika ekonomi membaik, nilai aset/kinerja bank dianggap membaik sehingga bank tidak menerapkan persyaratan/ketentuan modal yang tinggi sehingga bank melakukan langkah ekspansi. Sebaliknya jika ekonomi sedang kontraksi.

	Siklus Bisnis	Siklus Risk Taking	Siklus Keuangan
Fase Ekspansi	<ul style="list-style-type: none"> • Stabilitas makroekonomi • Peningkatan pertumbuhan ekonomi 	<ul style="list-style-type: none"> • Kepercayaan dan optimisme naik • Risk taking naik • Permintaan kredit naik 	<ul style="list-style-type: none"> • Nilai risiko turun (interest rate spread narrower) • Harga aset naik, peningkatan nilai kolateral • Leverage naik • Arus modal asing naik • Perpanjangan kredit naik
Fase Kontraksi	<ul style="list-style-type: none"> • Volatilitas makro tinggi • Aktivitas ekonomi menurun 	<ul style="list-style-type: none"> • Kepercayaan pasar turun • Menghindari risiko • Permintaan kredit turun 	<ul style="list-style-type: none"> • Bank deleveraging • Pengadaan kerugian pinjaman naik • Spread suku bunga meluas • Perpanjangan kredit turun • Arus masuk modal turun

Prosiklisitas dapat dilihat dari korelasi antara rata-rata pertumbuhan kredit dan pertumbuhan ekonomi

- Craig et al. (2005) : pertumbuhan kredit akan melebihi pertumbuhan PDB selama periode ekspansi dan melambat selama penurunan ekonomi.
- Hubungan antara stabilitas moneter dan stabilitas keuangan : perilaku prosiklikal berdampak pada efektivitas transmisi kebijakan moneter—kebijakan moneter akan lebih efisien di periode krisis dibanding periode normal (Mishkin, 2009).
- Pasokan kredit bank dipengaruhi kebijakan moneter, dan dampak interaksi antara *stance* kebijakan moneter dan *bank loses* lebih kuat selama periode krisis.

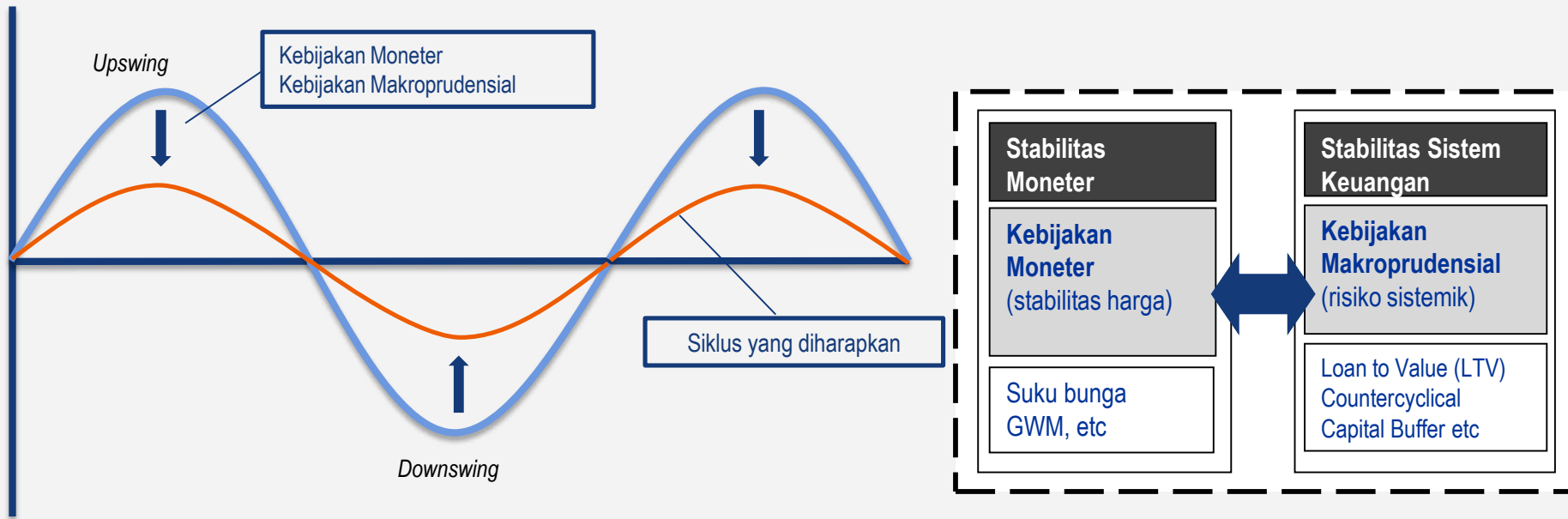
Negara	Koefisien Korelasi
Indonesia	0,82
Malaysia	0,51
Filipina	0,33
Thailand	0,32
Australia	0,26
Jepang	0,48
China	0,31
Hong Kong SAR	0,30



Integrasi Kebijakan Moneter dan Makroprudensial

- **Kebijakan makroprudensial** adalah instrumen regulasi prudensial yang ditujukan untuk stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan, bukan lembaga keuangan secara individu (**kebijakan mikroprudensial**).
- Kebijakan ini membatasi risiko apabila pasar keuangan mengalami tekanan dalam periode yang lama, yang menyebabkan anjloknya output riil (Borio dan Zhu, 2003).
- Instrumen makroprudensial memberikan fleksibilitas dalam mengendalikan inflasi, makroekonomi, dan SSK, serta mengatasi potensi konflik/*trade off* antara penargetan stabilitas moneter dan SSK. ***Maka, tidak ada stabilitas makroekonomi tanpa stabilitas keuangan***

Permasalahan	Instrumen	Negara
Leverage (potensi prosiklisitas)	Penyesuaian bobot risiko dalam aturan permodalan	India, Indonesia, Malaysia, Estonia, Irlandia, Portugal, Norwegia
	Penerapan rasio permodalan terhadap aktiva tertimbang menurut risiko	India, Bulgaria, Kroasia, Estonia, Australia
Kredit (keterkaitan dan karakteristik debitur, tekanan pada stabilitas makro)	Penerapan <i>countercyclical provisioning</i> (provisi untuk jenis kredit tertentu)	China, India
	Pembatasan <i>loan to value ratio</i> untuk sektor-sektor tertentu (yang berpotensi <i>bubble</i>)	China, Hong Kong, Korea Selatan, Singapura, Malaysia, Thailand, Bulgaria, Norwegia, Portugal, Rumania
	Pembatasan kredit ke sektor-sektor tertentu (property, kartu kredit, dll)	Korea Selatan, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Rumania
	Perubahan <i>reserve requirement</i> , secara <i>across the board</i> atau target tertentu	China, India, Indonesia, Korea Selatan, Malaysia, Finlandia, Estonia
Likuiditas (potensi risiko pada aspek tertentu)	Penerapan <i>buffer</i> yang digunakan untuk mengurangi ketergantungan terhadap sumber pendanaan berisiko	India, Korea Selatan, Filipina, Singapura
	Penerapan <i>loan to deposit ratio</i>	China, Indonesia, Korea Selatan



Syarat agar integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial berjalan dengan baik:

1. Perlu koordinasi kebijakan moneter, kebijakan makroprudensial, dan kebijakan mikroprudensial untuk menghindari konflik dalam mencapai stabilitas makroekonomi
2. Mekanisme kerja transmisi kebijakan moneter dan makroprudensial dalam perekonomian, khususnya sektor keuangan
3. Pengukuran indikator perilaku risiko yang tepat dalam *systemic risk monitoring* dan analisis mekanisme transmisi *risk taking channel*.

Fokus Asesmen Ketidakseimbangan Makro-Finansial

Dalam kerangka bauran kebijakan, asesmen mengenai ketidakseimbangan makro-finansial perlu difokuskan pada empat prosiklisitas dan risiko sistemik yang sering menjadi penyebab krisis



Pertimbangan Variasi Penggunaan Bauran Instrumen

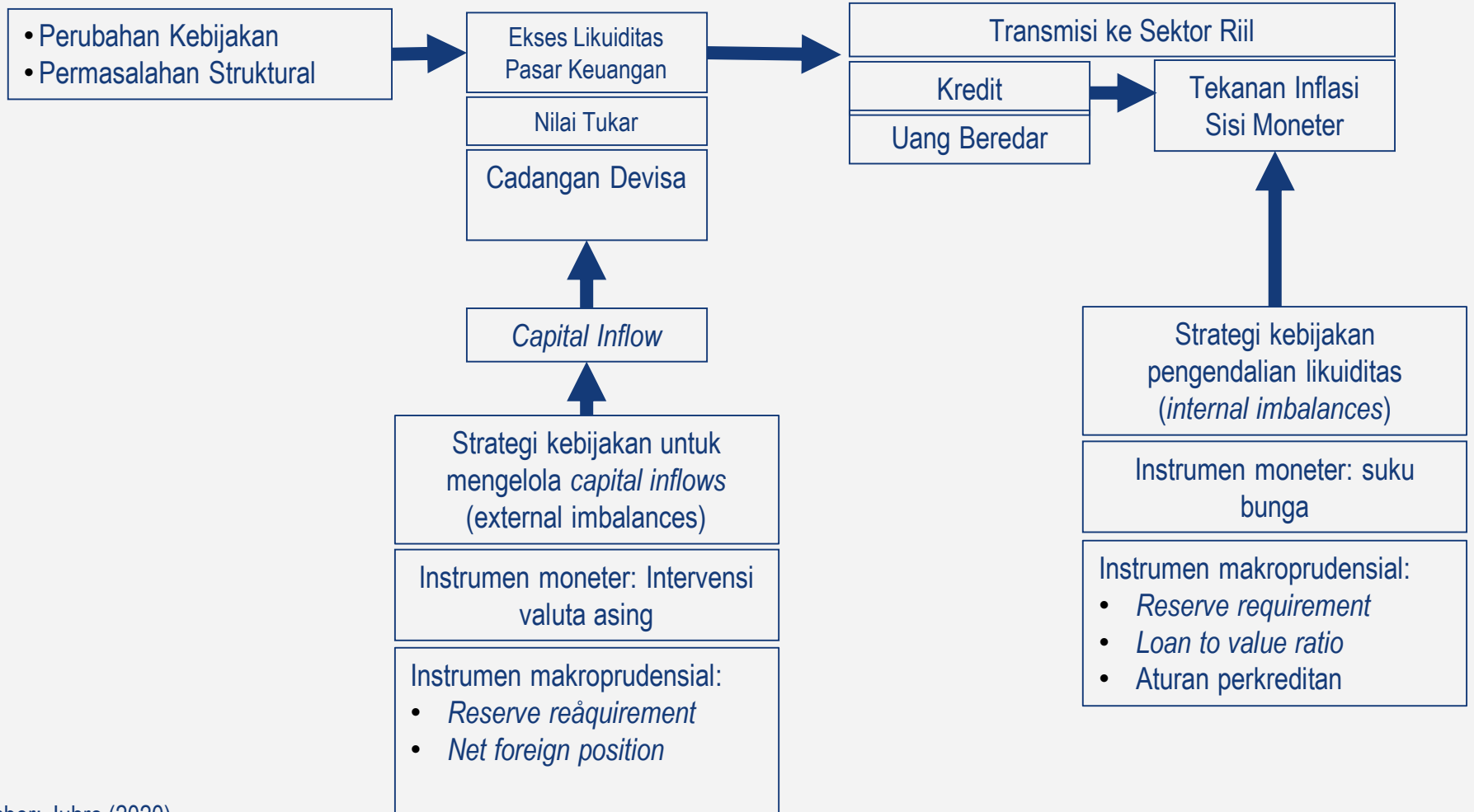
Bauran instrumen: memitigasi ketidaksempurnaan pasar, seperti kesehatan perbankan, likuiditas pasar uang, hingga gejolak pasar yang berlebihan.

1. Pencapaian tujuan pengendalian moneter dalam mengatasi gejolak permintaan dan penawaran *reserve* perbankan.

1. Adaptasi instrument dan prosedur operasi sejalan dengan kendala kelembagaan yang memengaruhi kinerja suatu instrument.

Untuk mencapai tujuan kebijakan lain yang dianggap penting dan sekaligus mendorong efektivitas transmisi kebijakan moneter

1. Adaptasi terhadap lingkungan kebijakan ekonomi makro, terutama tipe rezim moneter dan nilai tukar.



Aspek-Aspek Bauran Kebijakan yang Perlu Diperhatikan (Juhro, 2020):

Sinyal yang Perlu Direspons

- Dalam perspektif *forward looking*, respons kebijakan diarahkan untuk mengantisipasi sinyal potensi gangguan pada keseimbangan makroekonomi. Beberapa indikator/analisis dapat digunakan sebagai *early warning system*.
 - Contoh: indikator ketahanan sistem keuangan, indikator ketahanan makroekonomi, indikator risiko sistemik.
- Ketepatan respons kebijakan bergantung pada kinerja indikator dalam “memprediksi” kemungkinan ketidakseimbangan makroekonomi. Indikator tersebut juga tidak mudah untuk dikonstruksi.
 - Contoh: sulit mengetahui kapan tren pertumbuhan kredit akan mengganggu keseimbangan ekonomi

Aspek-Aspek Bauran Kebijakan yang Perlu Diperhatikan (Juhro, 2020):

Karakteristik Respons

Perumusan kebijakan makroprudensial mempertimbangkan apakah respons akan menggunakan sebuah aturan atau diskresi (*rules vs discretion*) dan akan ada *tradeoff* antara keduanya.

Rules

- (+) Memberi kepastian kepada pelaku pasar dan kredibilitas kepada bank sentral
- (-) Terlalu kaku untuk merespon perubahan struktural maupun ketidakpastian dalam pasar keuangan

Discretion

- (+) Memberi ruang gerak bagi bank sentral untuk melihat dampak kebijakan terhadap sistem keuangan dan perekonomian serta melakukan penyesuaian pendekatan.
- (-) Menimbulkan ketidakpastian sehingga pelaku pasar cenderung berhati-hati dengan menjaga rasio modal melebihi yang diperlukan sehingga biaya kredit menjadi mahal
- (-) Mendorong terjadinya *forbearance* jika keputusan tidak populer harus diambil

Aspek-Aspek Bauran Kebijakan yang Perlu Diperhatikan (Juhro, 2020):

Timing Implementasi dan Prosiklisitas

Timing penerapan kebijakan selama siklus ekonomi perlu karena suatu peraturan makroprudensial sering bersifat prosiklikal. Isu lain yang berkaitan dengan penerapan kerangka makroprudensial yang bersifat *countercyclical*:



Berapa bobot yang diberikan untuk menstabilkan siklus ekonomi (e.g GDP) dibandingkan dengan mengelola sektor keuangan (e.g. kredit dan harga aset).



Siapa yang harus menilai siklus (sektor publik atau swasta). Siklus ekonomi bersifat *unobservable* dan metode untuk memperkirakannya berkaitan dengan *uncertainty*



Ketepatan waktu tindakan dan rasio kehati-hatian harus tetap atau bergerak dengan siklus. Contoh: menetapkan kisaran stabilitas untuk target GDP.

Aspek-Aspek Bauran Kebijakan yang Perlu Diperhatikan (Juhro, 2020):

Efektivitas dan Kalibrasi Langkah Kebijakan

- Efektivitas instrumen kebijakan akan mempengaruhi kalibrasi pilihan langkah kebijakan yang sesuai.
- Kebijakan makroprudensial belum memiliki kerangka teoritis sehingga ketidakpastian dari dampak suatu instrumen membuat bank sentral perlu bersikap pragmatis dalam penggunaannya.
 1. Barrel et al. (2013): studi kasus negara OECD, kebijakan makroprudensial dapat digunakan untuk mengatasi risiko ekonomi makro di perbankan sekaligus menurunkan probabilitas terjadinya krisis.
 2. Antipa et al. (2011): studi kasus Inggris dan AS, kebijakan makroprudensial efektif untuk mengelola (*smoothing*) siklus kredit dan mencegah dampak krisis keuangan global yang lebih dalam.

Aspek-Aspek Bauran Kebijakan yang Perlu Diperhatikan (Juhro, 2020):

Komunikasi Kebijakan

- Sulitnya menyampaikan “pesan” kepada pasar bahaya berkembangnya ketidakseimbangan di sektor keuangan ketika kondisi ekonomi sedang baik. Perlu komunikasi yang persuasif tentang menjaga stabilitas jangka panjang.
- Komunikasi kebijakan moneter perlu menyesuaikan dengan dinamika sistem keuangan yang sedang terjadi.
- Ketidakpastian ekonomi di masa depan yang sangat tinggi, terutama selama periode *turning point* dalam siklus ekonomi, merupakan tantangan bagi komunikasi kebijakan.



IMPLIKASI PADA MANDAT KEBIJAKAN BANK SENTRAL

Komplikasi Tata Kelola Kebijakan Bank Sentral

Belum adanya pemahaman dan tolak ukur terhadap tujuan stabilitas keuangan yang tegas dan terkuantifikasi.

Tanggung jawab untuk menjaga SSK bersifat multidimensi.

Keputusan terkait dengan SSK cenderung sensitif secara politis.



Bank sentral selain harus menjaga stabilitas perekonomian, juga harus menempatkan stabilitas sistem keuangan agar tidak terjadi krisis yang disebabkan risiko sistemik serta resolusi sistem keuangan jika terjadi krisis.

Alternatif dalam Menempatkan Mandat untuk Menjaga SSK pada Kerangka Kebijakan Moneter



Menjadikan kestabilan harga sebagai unsur utama dengan perluasan, yaitu mengakomodasi indikator kestabilan keuangan dan memiliki horizon *forward looking* yang panjang.



Menetapkan pengelolaan SSK sebagai salah satu mandat kebijakan moneter, di samping menjaga stabilitas harga.

Tata Kelola Otoritas Makro-Mikroprudensial dan Sistem Keuangan

- Bank sentral memerlukan instrumen pengawasan makroprudensial dan pengawasan mikroprudensial.
 1. **Pengawasan makroprudensial** memantau indikator-indikator makro untuk memitigasi risiko terhadap SSK dan ekonomi riil serta risiko sistemik keuangan.
 2. **Pengawasan mikroprudensial** untuk menjaga kesehatan institusi keuangan (Juhro, 2020).
- Kesenambungan arus pertukaran informasi antara pengawasan mikroprudensial dan makroprudensial sangat penting, mengingat fungsi keduanya bersifat komplementer.

Tata Kelola Otoritas Makro-Mikroprudensial dan Sistem Keuangan

- Resolusi sistem keuangan selalu membutuhkan anggaran pemerintah/dana publik dalam jumlah yang besar dan membutuhkan persetujuan dari lembaga legislatif.
- **Pelonggaran ketentuan (*regulatory forbearance*)** juga dilakukan dalam resolusi krisis untuk pemulihan sistem perbankan secara perlahan ke arah penerapan yang makin ketat (Juhro, 2020).
- Indonesia, dalam menangani krisis, melibatkan “*tripartite*” (Bank Indonesia, Kementerian Keuangan, dan DPR) yang memiliki kompleksitas.
 - Terjadi perbedaan persepsi di KSSK (Kementerian Keuangan, BI, OJK, LPS).
 - UU No. 9 tahun 2016 tentang Pencegahan dan Penanganan Krisis Sistem Keuangan (PPKSK).



BAURAN KEBIJAKAN BANK INDONESIA

Koordinasi kebijakan bank sentral dengan kebijakan fiskal dan reformasi struktural untuk mendorong pertumbuhan yang tinggi dan inklusif, sembari menjaga stabilitas makroekonomi dan sistem keuangan.

Kebijakan Bank Sentral

- Menjaga stabilitas harga dan mendukung stabilitas sistem keuangan
- Bauran suku bunga, nilai tukar, pengelolaan arus modal, dan kebijakan makroprudensial

Reformasi Struktural

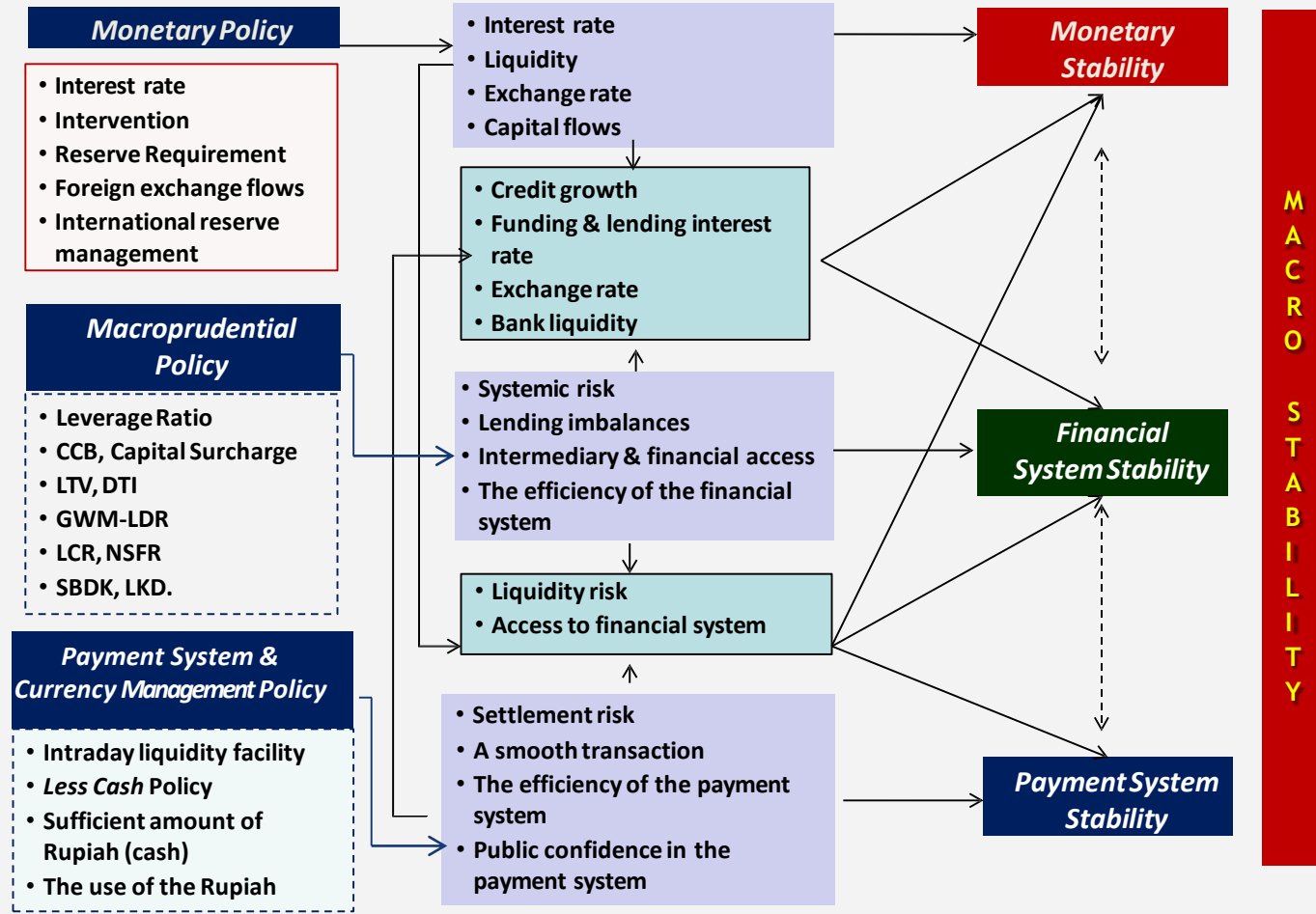
- Mencapai pertumbuhan tinggi melalui peningkatan produktivitas modal, tenaga kerja, dan teknologi.
- Reformasi di bidang infrastruktur, iklim investasi, perdagangan dan sektor tenaga kerja.

Kebijakan Fiskal

- Menjaga stabilitas makroekonomi melalui defisit fiskal dan utang publik yang kredibel.
- Kebijakan perpajakan dan alokasi pengeluaran produktif untuk stimulus pertumbuhan yang tinggi dan inklusif.

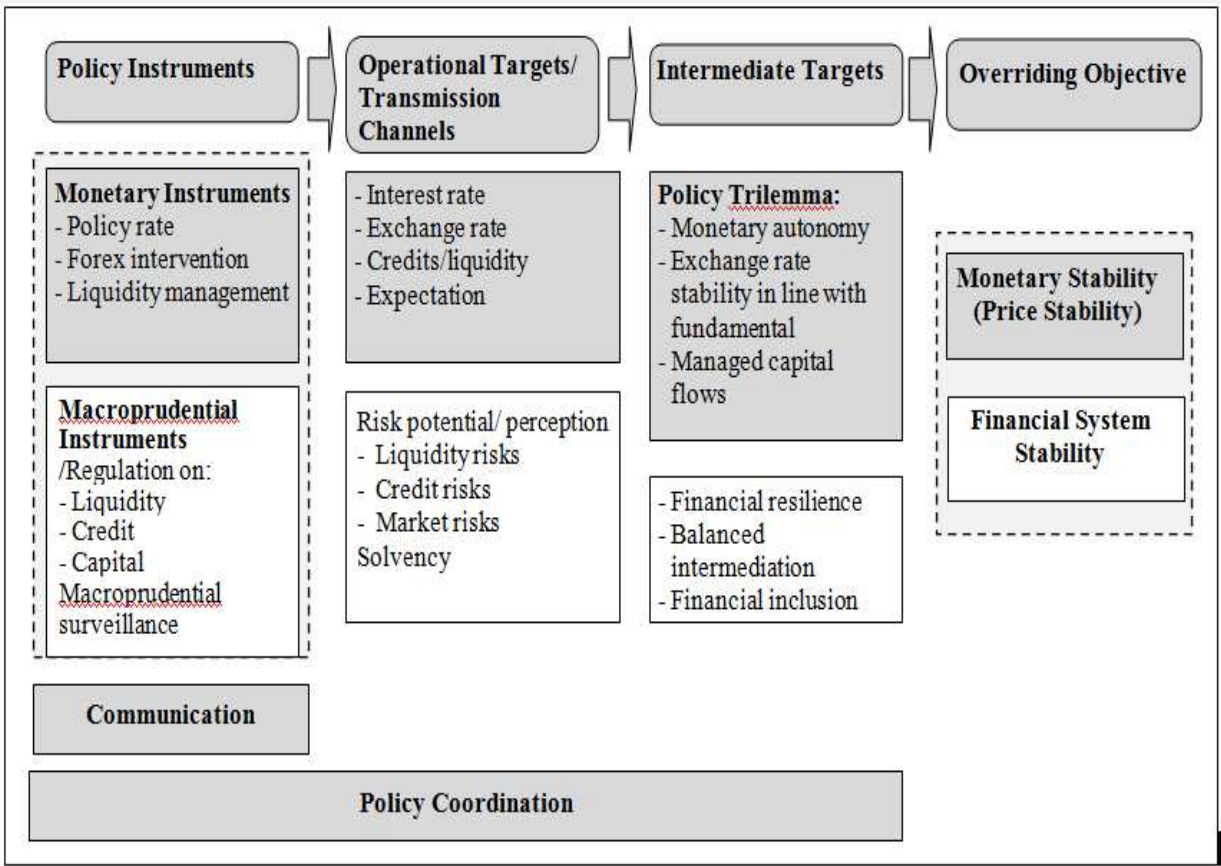
Tantangan dari Domestik dan Eksternal Terkait Implementasi ITF Fleksibel (Juhro dan Goeltom, 2015):

- Ekonomi Indonesia bergantung pada komoditas sehingga menghadapi gejolak inflasi dari volatilitas harga pangan dan ketidakseimbangan neraca pembayaran → **koordinasi kebijakan moneter dengan kebijakan fiskal dan reformasi struktural.**
- Sistem keuangan masih didominasi perbankan dengan pasar keuangan yang belum maju sehingga terdapat akselerasi siklus keuangan → **mitigasi prosiklisitas dan risiko sistemik melalui kebijakan makroprudensial.**
- Ekonomi Indonesia relatif kecil dengan sistem neraca modal yang sangat terbuka → **kebijakan MAM diperlukan untuk menghindari ketidakseimbangan ekonomi.**



Bagaimana bauran kebijakan merespon berbagai risiko atas pencapaian sasaran inflasi dan SSK?





- Kebijakan makroprudensial diperlukan untuk efektivitas transmisi kebijakan moneter, khususnya melalui sistem perbankan, dan menjaga SSK.
- Bank Indonesia mengembangkan model untuk melakukan asesmen pertumbuhan kredit perbankan yang membantu menentukan instrument kebijakan makroprudensial yang tepat.

Instrumen Bauran Kebijakan Bank Indonesia (Juhro, 2020; Warjiyo, 2013):

1. Kebijakan suku bunga untuk mengarahkan agar prakiraan inflasi ke depan berada dalam kisaran sasaran tertentu.
2. Kebijakan nilai tukar untuk menjaga stabilitas pergerakan nilai tukar di pasar sejalan dengan fundamental agar konsisten dengan pencapaian sasaran inflasi ke depan serta untuk mengelola volatilitasnya agar tidak menimbulkan instabilitas makroekonomi dan SSK.
3. Kebijakan manajemen aliran modal asing (MAM) dilakukan untuk mendukung kebijakan nilai tukar, stabilitas makroekonomi dan SSK, khususnya dalam periode aliran masuk modal atau pembalikan modal asing yang besar.
4. Kebijakan makroprudensial diarahkan untuk mendukung SSK dan efektivitas transmisi kebijakan moneter.



Kebijakan Moneter

- Intervensi *Sterilized FX market*
- Intervensi Ganda (*FX and bonds intervention simultaneously*)
- Pengaturan Inflasi dan Suku Bunga
- Akumulasi Cadangan Devisa



Manajemen Capital Flows

- *Minimum Holding periods* untuk pinjaman jangka pendek (*CB bills*): perpanjang durasi saat *inflows* dan kurangi durasi saat *outflows*



Kebijakan Makroprudensial

- Naikkan RR Rp. and FX dan *Secondary RR*
- Batasi eksposur pinjaman bank jangka pendek (e.g. 30% capital)
- Manajemen risiko pinjaman LN korporasi (*hedging requirement, FX liquidity req, credit rating*)
- *LDR-linked reserve requirement*
- *Loan To Value Ratio for Housing Loans and Down Payment Rule for Automotive Loans*



Kebijakan Struktural

- Pendalaman Pasar Keuangan (*FX market, bonds market and money market*)
- *Export proceed regulation*



Kebijakan Manajemen Aliran Modal Asing (MAM)

- Memitigasi dampak negatif aliran modal asing terhadap stabilitas nilai tukar, moneter, dan SSK
- Diterapkan selektif pada jenis aliran modal asing, aliran jangka pendek dan aliran spekulatif
- *Open capital account regime*

Kebijakan Suku Bunga dan Intervensi Valuta Asing dengan Kebijakan Makroprudensial

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Suku Bunga	6,5%	6,5%	5,75% (↓75bps)	7,5% (↑175bps)	7,5%	7,5%	5,5%—4,75% (BI 7DRR)	4,75%— 4,25% (BI 7DRR)
Intervensi di Pasar Valuta Asing	Jual	Beli	Beli	Jual	Jual	Beli	Beli	Beli
Aktual Inflasi (Target Inflasi)	6,96% (5±1%)	3,8% (5±1%)	4,3% (4,5±1%)	8,38% (4,5±1%)	8,36% (4,5±1%)	3,35% (4±1%)	3,02% (4±1%)	3,61% (4±1%)
Giro Wajib Minimum	5%	8%	8%	8%	8%	7,5% (↓50bps)	6,5% (↓100bps)	5% (↓150bps)
Pertumbuhan Kredit Perbankan	>22%	>22%	>22%	21,4%	11,58%	10,44%	7,87%	8,1%
Pertumbuhan Ekonomi	6,4%	6,5%	6,2%	5,78%	5,02%	4,8%	5,2%—5.6%	5,3%—5,7%

Kebijakan Manajemen Aliran Modal Asing (MAM) dengan Kebijakan Makroprudensial

2010—2013	2014—2017
<ul style="list-style-type: none">• Sebelum Fed <i>tepper tantrum</i>, pengaturan MAM diperketat dalam bentuk <i>six month holding period</i> untuk Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan limitasi pinjaman luar negeri jangka pendek bank 30%• Pasca Fed <i>tepper tantrum</i>, pengaturan diperlonggar dalam bentuk <i>one month holding period</i> untuk SBI → mengendalikan aliran modal asing jangka pendek	<ul style="list-style-type: none">• Memperkuat manajemen risiko atas utang luar negeri dengan:<ol style="list-style-type: none">1. <i>Currency hedging ratio</i> minimum 25%*2. <i>Liquidity ratio</i> minimum 50%*3. <i>Credit rating</i> minimum satu tingkat di bawah peringkat investasi (<i>investment grade</i>) <p>*dari kewajiban valuta asing neto 3—6 bulan mendatang</p>

Bank Indonesia dan Koordinasi Kebijakan SSK

- Bank Indonesia, terkait koordinasi kebijakan moneter dan fiskal, berkoordinasi dengan pemerintah dalam perumusan APBN (Juhro, 2020).
- Bank Indonesia, terkait SSK, berkoordinasi melalui Komite Kebijakan Stabilitas Keuangan (KKSK) yang diketuai oleh Menteri Keuangan dengan anggota-anggota Gubernur Bank Indonesia, Ketua OJK, dan Ketua LPS.
- Terdapat tiga komite pengambilan keputusan dalam Bank Indonesia yang masing-masing diketuai oleh deputi gubernur:
 1. Komite Kebijakan Moneter,
 2. Komite Stabilitas Sistem Keuangan,
 3. Komite Sistem Pembayaran.

DAFTAR PUSTAKA

- Altunbas, Y., Gambacorta, L., & Marqués, D. (2008). Securitisation and the bank lending channel. *Roma: Banca d'Italia*.
- Antipa, P., Mengus, E., Mojon, B. (2011). Would Macroprudential Policy have Prevented the Great Recession? *Mimeo: Banque de France*.
- Barrel, R., & Karim, D. (2013). What should we do about (Macro) Pru? Macro Prudential Policy and Credit. *London: Brunel University*
- Bank Indonesia. (2020, April). *Inflasi*.
- Bank Indonesia. (2020, April). *BI 7-day (Reverse) Repo Rate*.
- Berg, A., Charry, L., Portillo, R., & Jan Vlcek. (2013). The Monetary Transmission Mechanism in the Tropics: A Narrative Approach. *DC, Washington: IMF Staff Papers*
- Borio, C., & Zhu, H. (2008). Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? *Basel: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department*.
- Cai, J., Eidam, Frederik., Saunders, A., & Steffen, S. (2018). Syndication, interconnectedness, and systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 34, 105—120
- Claessens, S., & Kose, Ayhan M. (2013). Financial Crises Explanations, Types, and Implications. *DC, Washington: IMF Staff Papers*
- De Nicolo, G., Dell'ariccia, G., Laeven, L., & Valencia, Fabian. (2010). Monetary Policy and Bank Risk Taking. *DC, Washington: IMF Staff Papers*

DAFTAR PUSTAKA

- Goldfajn, I., & Gupta, P. (2003). Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis?. *DC, Washington: IMF Staff Papers*
- Issing, O. (2003). Monetary and Financial Stability: is there a trade-off?. *Basel: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.*
- Juhro, Solikin M., & Goeltom, M. (2015). The Monetary Policy Regime in Indonesia. *Macro-Financial Linkages in Pacific Region, Akira Kohsaka (Ed.), Routledge.*
- Juhro, Solikin M. (2020), forthcoming.
- Kawai, M., & Mario, L. (2010). Managing Capital Flows: The Search for a Framework. *Cheltenham: Edward Elgar and Asian Development Bank Institute.*
- Kawai, M., & Morgan, Peter. J (2012). Central banking for financial stability in Asia. *Manila: Asian Development Bank Institute.*
- Matheron, J. & Antipa, P., (2014) Interactions between monetary and macroprudential policies. *Financial Stability Review, Banque de France, 18, 225-240*
- Minsky, Hyman P. (1982). The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economic. *New York: Levy Economics institute of Bard College*
- UU No 9 tahun 2016 tentang Pencegahan dan Penanganan Krisis Sistem Keuangan (PPKSK)
- Warjiyo, Perry (2013). Indonesia: Stabilizing the Exchange Rate Along its Fundamental. *Basel: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.*
- Xu, T., & Bricco, J. (2019). Interconnectedness and Contagion Analysis: A Practical Framework. *DC, Washington: IMF Staff Papers*