



Arahkan Kendali Susuri Bahari

Tujuan telah ditetapkan, bahtera melaju dengan berani menantang ombak di tengah samudra. Biarkan juru mudi memegang kendali dan bernegosiasi dengan situasi bahari, untuk membawa bahtera dengan selamat ke pelabuhan tujuan.

BAB



RESPONS KEBIJAKAN MONETER
DI TENGAH KRISIS GLOBAL





Respons Kebijakan Moneter di Tengah Krisis Global

Krisis ekonomi global yang masih berlangsung pada tahun 2009 memberikan tekanan yang cukup berat pada kebijakan moneter, terutama berupa peningkatan ketidakstabilan sistem keuangan domestik. Berlanjutnya krisis ekonomi global tersebut mendorong aliran modal keluar jangka pendek yang cukup besar pada triwulan I 2009, yang secara signifikan menurunkan kinerja pasar saham dan obligasi, menekan nilai tukar rupiah, serta menambah risiko perbankan domestik. Gejala dalam sistem keuangan tersebut tidak dapat dibiarkan karena berisiko menurunkan berbagai capaian positif stabilitas makroekonomi sebelumnya.

Kebijakan moneter telah ditempuh untuk merespons tekanan tersebut, yang tidak hanya ditujukan untuk mencapai keselarasan antara pencapaian kestabilan harga dan pertumbuhan ekonomi, namun juga menjaga stabilitas sistem keuangan. Dengan mempertimbangkan tekanan inflasi yang diindikasikan menurun, kebijakan moneter diarahkan pada stance longgar untuk menahan perlambatan pertumbuhan ekonomi lebih dalam sekaligus menjaga stabilitas sistem keuangan. Melanjutkan berbagai kebijakan yang telah ditempuh pada triwulan terakhir tahun 2008, pada tahun 2009 Bank Indonesia menurunkan BI Rate secara signifikan. Kebijakan tersebut didukung oleh beberapa kebijakan operasional baik di pasar uang rupiah maupun pasar uang valas. Kebijakan pendukung ini bertujuan untuk memberikan keyakinan akan ketersediaan likuiditas jangka pendek dalam mendukung aktivitas di pasar

uang, sekaligus mengoptimalkan pengelolaan likuiditas perbankan.

Serangkaian kebijakan yang ditempuh sejak triwulan akhir tahun 2008 mampu mendukung proses pemulihan stabilitas di sektor keuangan sejak triwulan II 2009. Hal ini ditandai dengan menurunnya berbagai risiko di pasar keuangan, serta mampu mencegah pelemahan nilai tukar rupiah lebih lanjut. Kondisi ini cukup kondusif bagi perbaikan kinerja sektor riil yang mulai meningkat sejak awal semester II 2009.

Ke depan, kebijakan moneter masih dihadapkan pada sejumlah tantangan. Pertama, masih besarnya peranan investasi portofolio dalam struktur aliran modal masuk berisiko meningkatkan tekanan nilai tukar rupiah pada saat terjadi pembalikan aliran modal. Kedua, masih besarnya ekspos likuiditas perbankan, berpotensi mengurangi efektivitas

kebijakan moneter. Ketiga, masih adanya permasalahan struktural di sektor riil, seperti kendala di sisi penawaran dan struktur pasar. Kendala sisi penawaran mengakibatkan kenaikan permintaan yang mudah memicu tekanan inflasi. Sementara itu, pasar yang masih terdistorsi mengakibatkan harga cenderung lebih sulit turun.

Bab ini akan dijabarkan lebih lanjut dalam lima bagian. Bagian pertama akan mengulas berbagai respons dan capaian kebijakan moneter sepanjang tahun 2009. Bagian kedua akan menjelaskan dinamika aliran modal masuk dan implikasinya terhadap stabilitas nilai tukar. Bagian ketiga akan menguraikan berbagai potensi permasalahan yang mengganggu bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter. Bagian keempat akan membahas mengenai kendala di sisi penawaran, struktur pasar, dan implikasinya terhadap inflasi. Bagian terakhir merupakan penutup.



Respons Kebijakan Moneter Tahun 2009

3.1

Sepanjang tahun 2009, Bank Indonesia secara terukur menerapkan *stance* kebijakan moneter longgar guna mendorong pemulihan ekonomi nasional. Di tengah tekanan inflasi yang masih rendah, kebijakan moneter diupayakan untuk merespons secara terukur perkembangan ekonomi yang terjadi. Respons tersebut ditujukan tidak hanya untuk meminimalkan dampak negatif gejolak perekonomian global, namun juga untuk menjaga ketahanan makroekonomi dan sistem keuangan domestik sebagai basis guna mendorong pertumbuhan ekonomi yang berkualitas. Pilihan *stance* ini sejalan dengan penerapan kerangka kerja ITF yang cukup fleksibel dalam mengupayakan keselarasan antara pencapaian target inflasi dan pertumbuhan ekonomi dalam 5 tahun terakhir (Boks 3.1. Memasuki 5 Tahun Penerapan ITF di Indonesia: Keberhasilan dan Tantangan).

Stance kebijakan moneter longgar yang dilakukan secara terukur tampak pada perkembangan BI Rate yang cenderung menurun dengan kecepatan bervariasi dalam tiga periode berbeda. Penetapan BI Rate pada ketiga episode tersebut dilakukan dengan mempertimbangkan secara menyeluruh berbagai kondisi terkini dan prospek perekonomian ke depan. Episode pertama adalah Januari-Maret 2009 yaitu penurunan BI Rate dilakukan cukup agresif sebesar 50 bps setiap bulan. Respons penurunan BI Rate yang agresif ini ditempuh dengan mempertimbangkan tekanan pada sistem keuangan yang masih tinggi dan tren perlambatan pertumbuhan ekonomi yang masih berlanjut, sedangkan tekanan inflasi ke depan diperkirakan belum kuat. Episode kedua ialah April-Agustus 2009 yaitu penurunan BI Rate ditetapkan

lebih rendah menjadi 25 bps per bulan. Arah kebijakan ini ditempuh setelah mempertimbangkan intensitas tekanan pada sistem keuangan yang mulai menurun dan tekanan inflasi yang minimal, sementara akselerasi pertumbuhan ekonomi belum cukup cepat. Episode ketiga yaitu September-Desember 2009 yaitu BI Rate dipertahankan. Di tengah kondisi sistem keuangan yang semakin membaik, tidak berubahnya level BI Rate tersebut konsisten dengan upaya pencapaian sasaran inflasi tahun 2010-2011, namun tetap memberikan ruang gerak bagi upaya mendorong pemulihan ekonomi.

Krisis keuangan di negara maju yang semakin meluas dan memberikan tekanan pada pertumbuhan ekonomi dunia berimbas cukup kuat ke perekonomian Indonesia terutama pada triwulan IV 2008. Sebagai dampaknya, ekspansi ekonomi menunjukkan perlambatan secara signifikan terkait dengan mulai menurunnya ekspor. Neraca pembayaran mengalami lonjakan defisit dan nilai tukar rupiah mengalami pelemahan yang cukup tajam. Pembalikan arus modal asing berdampak pada risiko di pasar uang antar bank meningkat,⁴⁴ indeks harga di bursa saham turun tajam, dan *yield* SUN naik cukup tinggi. Melemahnya transaksi perekonomian juga terekam pada melambatnya laju ekspansi likuiditas perekonomian dan kredit perbankan. Dalam kondisi tekanan inflasi ke depan yang terindikasi belum cukup kuat maka pada Januari-Maret 2009 BI Rate diturunkan 50 bps per bulan sehingga pada Maret 2009 menjadi 7,75%. Di samping itu, Bank Indonesia menempuh berbagai kebijakan di pasar valas untuk mengurangi tekanan volatilitas nilai tukar yang berlebihan dan menjaga kecukupan likuiditas di pasar valas domestik. Untuk itu, sejak 30 Januari 2009 Bank Indonesia membuka instrumen *repurchase agreement* (repo) valas dengan menggunakan *Global Bond* Pemerintah Republik Indonesia (RI) sebagai jaminan dalam transaksi tersebut.⁴⁵ Dengan kebijakan tersebut, bank domestik dapat melakukan repo *Global Bond* Pemerintah RI yang dimilikinya ke Bank Indonesia untuk mendapatkan likuiditas valas.

Dalam perkembangannya, sentimen positif dari pasar keuangan global mulai berhembus pada pertengahan

Maret 2009 sehingga membawa aliran modal asing masuk kembali ke *emerging markets* termasuk Indonesia dan mengurangi tekanan terhadap nilai tukar. Pulihnya harga-harga komoditas global dan sentimen positif terkait pemulihan pasar keuangan dunia mampu mendorong penguatan indeks harga saham gabungan dan penurunan *yield* SUN secara terbatas mulai pertengahan Maret 2009. Sentimen positif juga muncul terkait dengan bertambahnya cadangan devisa yang bersumber dari penjualan *Global Medium Term Notes* (GMTN) Pemerintah RI. Sentimen positif semakin kuat setelah dibarengi dengan penguatan kerjasama peningkatan jumlah *Bilateral Swap Arrangement* (BSA) dengan Jepang dan *Bilateral Currency Swap Arrangement* (BCSA) dengan China. Berbagai kebijakan dan sentimen positif pada akhir Maret 2009 tersebut dapat mengurangi tekanan pelemahan rupiah pada keseluruhan triwulan I 2009. Pada akhir Maret 2009, rupiah mencatat pelemahan sebesar 5,7% mencapai level Rp11.555 per dolar AS dengan volatilitas 1,0%.⁴⁶ Pelemahan nilai tukar tersebut lebih rendah dibandingkan dengan triwulan akhir tahun 2008 yang tercatat sebesar 13,8% dengan volatilitas 2,4%.⁴⁷ Perkembangan nilai tukar rupiah tersebut juga masih selaras dengan kondisi di negara kawasan.

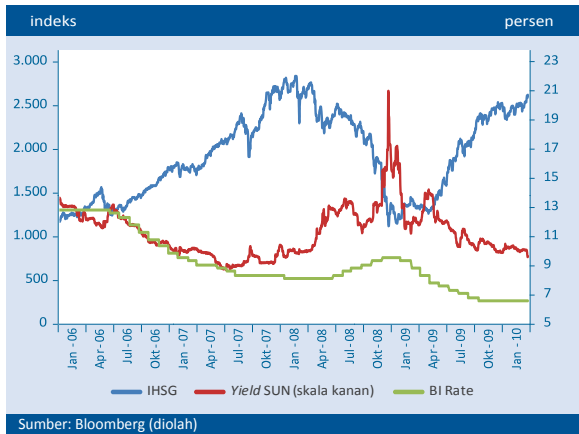
Tanda-tanda pemulihan ekonomi global mendorong perbaikan persepsi risiko baik terhadap ekonomi global maupun domestik. Pengaruh perbaikan persepsi risiko global terutama ditopang oleh mulai berlangsungnya momentum pemulihan ekonomi di kawasan Asia sejak awal April 2009. Kondisi tersebut yang menjadi salah satu faktor pendukung perbaikan kinerja ekspor domestik, terutama untuk komoditas berbasis sumber daya alam. Di samping itu, berkembangnya optimisme seiring berlangsungnya pemulihan ekonomi dunia, yang disertai perbaikan persepsi risiko terhadap aset-aset di *emerging markets*, mendorong mulai derasnya aliran masuk modal asing. Di tengah pertumbuhan ekonomi yang belum cukup cepat dan perkiraan masih rendahnya tekanan inflasi ke depan, mulai pulihnya kondisi ekonomi global tersebut menjadi landasan bagi penyesuaian kecepatan penurunan BI Rate menjadi sebesar 25 bps per bulan sehingga mencapai 6,50% pada Agustus 2009. Selain itu, untuk tetap memberi jaminan sekaligus penyangga sementara (*temporary cushion*) bagi ketersediaan likuiditas perbankan Bank Indonesia membuka instrumen *window repo* 1 bulan sejak pertengahan April 2009.

44 Tercermin pada beberapa indikator, antara lain penurunan posisi *outstanding* PUAB, penyusutan volume dan pelaku PUAB, peningkatan kisaran (*spread*) antara suku bunga tertinggi dan terendah di PUAB O/N, pelebaran *spread* JIBOR berbagai tenor, dan lonjakan penempatan stok eksekusi likuiditas perbankan ke jangka waktu yang semakin pendek.

45 PBI No. 11/4/2009 perihal Transaksi USD *Repurchase Agreement* Bank Kepada Bank Indonesia tanggal 30 Januari 2009.

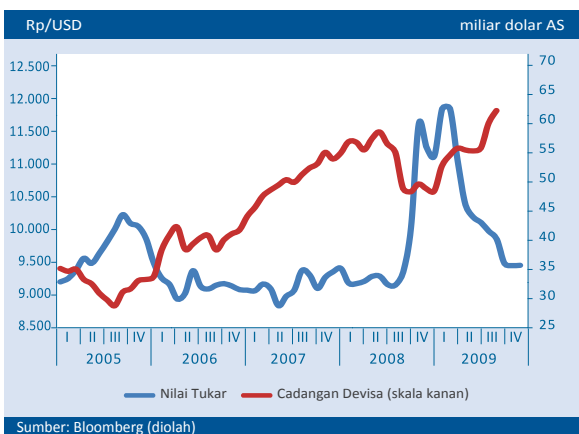
46 Atau secara rata-rata mencapai Rp11.578 per dolar AS.

47 Secara rata-rata melemah 15,3%.



Grafik 3.1 IHSG, SUN dan BI Rate

Pelonggaran kebijakan moneter yang dilakukan secara bertahap dan konsisten di tengah berlanjutnya perbaikan ekonomi global tersebut turut menopang perbaikan berbagai indikator ekonomi domestik. Perbaikan aliran modal dan ekspor tercermin pada neraca pembayaran yang mengalami surplus. Aliran modal asing turut berkontribusi mengangkat IHSG, sementara *yield* SUN bergerak menurun dan semakin mendekati kondisi sebelum krisis (Grafik 3.1). Perbaikan juga terjadi di pasar valas domestik sehingga mendukung apresiasi rupiah sebesar 14,6% antara akhir Maret hingga akhir Agustus 2009 sehingga ditutup pada level Rp10.080 per dolar AS (Grafik 3.2). Meskipun menguat, apresiasi rupiah ini masih mendukung daya saing produk ekspor Indonesia. Berbagai perkembangan tersebut memperkuat keyakinan akan keberlanjutan proses pemulihan ekonomi domestik, namun tetap dengan perkiraan tekanan inflasi domestik yang minimal sehingga BI Rate diputuskan tetap pada level 6,5% sejak September hingga akhir tahun 2009.



Grafik 3.2 Nilai Tukar dan Cadangan Devisa

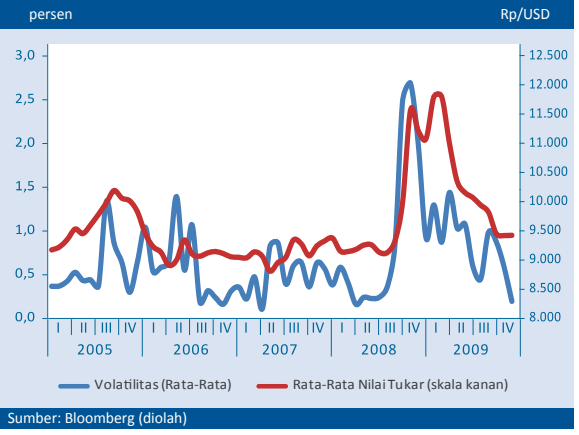
Di samping itu, pada September 2009 Bank Indonesia membuka instrumen *window repo* tenor 3 bulan dan pada Oktober 2009 mengimplementasikan kebijakan GWM Sekunder untuk memperkuat pengelolaan likuiditas perbankan.

Di tengah terus membaiknya sentimen di pasar keuangan global, berbagai kebijakan tersebut berkontribusi pada positifnya perkembangan berbagai indikator ekonomi domestik. Kinerja IHSG dan *yield* SUN terus mencatatkan perbaikan. Nilai tukar rupiah bergerak dengan kecenderungan menguat. Apresiasi yang mulai terjadi sejak triwulan II 2009 terus berlanjut sehingga nilai tukar rupiah akhirnya mencapai level Rp9.425 per dolar AS pada akhir tahun 2009, atau menguat 15,65% (ptp) dari level Rp10.900 per dolar AS di akhir tahun 2008 (Grafik 3.3). Sejalan dengan perkembangan tersebut, ekspektasi inflasi terus menurun (Grafik 3.4). Namun demikian, membaiknya kondisi pasar keuangan serta

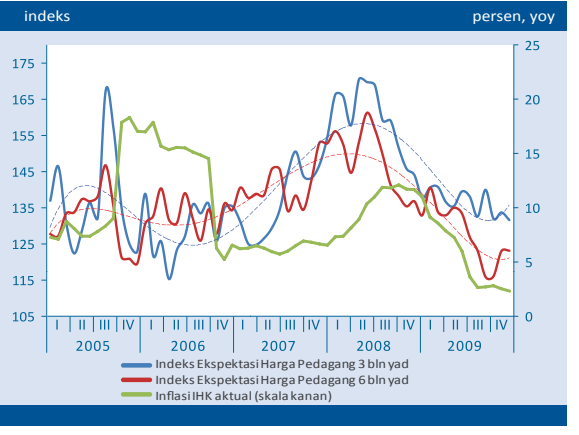
penurunan BI Rate belum direspons secara optimal oleh perbankan domestik. Hal ini tercermin pada masih relatif tingginya suku bunga kredit yang turut berkontribusi pada lemahnya permintaan kredit. Tertahannya pengucuran kredit tersebut menjadi salah satu penyebab semakin meningkatnya stok eksekusi likuiditas industri perbankan (lihat Boks 3.2. Eksekusi Likuiditas Perbankan dan Implikasinya).

Di samping pencapaian kinerja yang cukup baik pada tahun 2009, terdapat beberapa tantangan yang masih mengemuka dan berpotensi meningkatkan kompleksitas pelaksanaan kebijakan moneter ke depan. Tantangan tersebut antara lain berupa dinamika aliran modal

asing jangka pendek yang berpotensi memengaruhi perkembangan nilai tukar rupiah; masih tingginya persepsi risiko dan eksekusi likuiditas yang berpotensi mengganggu mekanisme transmisi kebijakan moneter; serta masih adanya permasalahan struktural di sisi penawaran yang berpotensi mendorong tekanan inflasi lebih lanjut. Berbagai tantangan dimaksud akan dibahas lebih mendalam pada bagian selanjutnya.



Grafik 3.3 Nilai Tukar dan Volatilitas



Grafik 3.4 Ekspektasi Inflasi

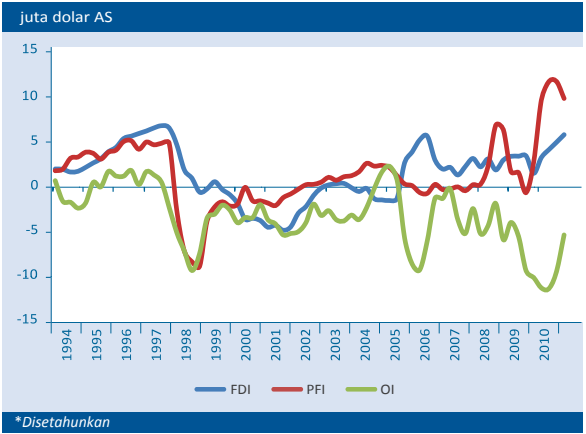
Dinamika Aliran Modal Asing

3.2

Sebagai perekonomian yang kecil dan terbuka (*small-open economy*), negara berkembang umumnya menghadapi tantangan mendasar dalam pelaksanaan kebijakan moneter yang terkait dengan tingginya dinamika aliran modal asing. Terbukanya neraca modal (*open capital account*) yang diikuti oleh derasnya aliran modal menyebabkan pergerakan nilai tukar lebih banyak dipengaruhi oleh aktivitas aliran modal dibandingkan dengan neraca transaksi berjalan. Namun, patut dicermati bahwa dinamika nilai tukar dalam keterbukaan neraca modal justru dapat menciptakan kerentanan sistem keuangan. Aliran modal yang lebih fluktuatif dibandingkan dengan transaksi berjalan, di tengah adanya perilaku yang saling mengikuti di antara pelaku pasar (*herding behaviour*), dapat mendorong terjadinya aliran yang berlebihan, atau sebaliknya berupa pemberhentian aliran secara tiba-tiba. Di samping itu, peningkatan aliran modal khususnya yang berjangka pendek dapat berdampak pada kenaikan volatilitas pasar keuangan dan pada gilirannya berpotensi memperkuat transmisi dari gejolak pasar lebih lanjut (*shock amplifier*).⁴⁸ Hal tersebut akan semakin terasa dampaknya di tengah kecenderungan masih lemahnya infrastruktur dan minimnya kedalaman pasar keuangan di negara berkembang.

Aliran masuk modal asing dalam bentuk portofolio yang besar dan struktur pasar keuangan yang relatif lemah menyebabkan negara-negara berkembang rentan

48 Pruski, Jerzy and Piotr Szpunar (2008). "Capital Flows and Their Implications for Monetary and Financial Stability: The Experience of Poland," BIS Paper No. 44

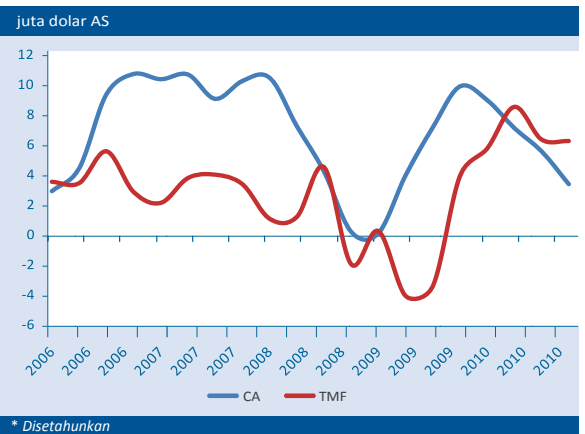


Grafik 3.5 Komposisi Transaksi Modal Finansial

terhadap *penghentian aliran modal decara tiba-tiba*. Hal tersebut akan mengakibatkan depresiasi nilai tukar yang besar, sebagaimana terjadi pada krisis mata uang yang dialami banyak negara berkembang, termasuk di Asia Timur pada tahun 1997/1998. Selain *penghentian secara tiba-tiba*, depresiasi yang besar juga dapat diakibatkan oleh adanya gejolak (*shock*) terhadap harga relatif (*terms of trade*) ataupun suku bunga internasional. Dalam situasi suatu negara berkembang yang memiliki *open capital account* dan menerapkan ITF sebagai kerangka kerja kebijakan moneternya maka sistem nilai tukar mengambang merupakan pilihan yang optimal sesuai dengan kaidah "*impossible trinity*".⁴⁹

Menguatnya peran aliran modal juga dialami oleh Indonesia. Pada periode tahun 1990-an, aliran modal ke Indonesia terutama berupa utang berdenominasi valuta asing (*foreign debt*). Pada tahun 1997/1998, saat rupiah mengalami depresiasi tajam, kerentanan perusahaan yang memiliki struktur pembiayaan berupa utang berdenominasi valuta asing meningkat. Kondisi demikian meningkatkan tekanan pada stabilitas makroekonomi dan menurunkan kinerja perekonomian secara keseluruhan akibat banyaknya ketidaksempurnaan yang terjadi di pasar dan instrumen keuangan. Pada era tahun 2000-an, faktor pendorong dan penarik yang saling memengaruhi satu sama lain memacu integrasi perekonomian domestik dengan perekonomian global melalui pasar keuangan (*financial linkage*).

49 *Impossible trinity* atau trilema kebijakan adalah suatu istilah dalam ekonomi internasional yang bermakna bahwa suatu negara hanya bisa memilih 2 dari 3 kebijakan berikut : nilai tukar tetap, kebebasan aliran modal, dan kebijakan moneter yang independen.



Grafik 3.6 Neraca Transaksi Berjalan dan Modal Finansial

Semakin derasnya aliran modal ke Indonesia ditopang oleh interaksi perkembangan global yang menjadi faktor pendorong dan perkembangan domestik yang menjadi faktor penarik. Kondisi perekonomian dunia yang sedang menghadapi permasalahan ketidakseimbangan global (*global imbalance*) di tengah kebijakan moneter yang sangat longgar dan akumulasi cadangan devisa yang sangat besar oleh beberapa negara berkembang pada gilirannya menyulut ekspek likuiditas global. Sementara itu, faktor penarik bermula dari berbagai kondisi domestik seperti deregulasi berupa penerapan sistem devisa bebas, rezim nilai tukar yang kondusif, optimisme pelaku sektor riil yang cukup kuat. Selain itu, daya tarik aliran modal juga dipengaruhi oleh dukungan kebijakan makroekonomi baik fiskal maupun moneter yang semakin hati-hati pascakrisis tahun 1997/1998.

Sejalan dengan peningkatan integrasi sektor keuangan, aliran modal masuk ke Indonesia semakin diwarnai oleh aliran modal berupa portofolio. Sejak tahun 1999 – 2004 dan beberapa periode setelahnya, perkembangan investasi portofolio ke Indonesia secara umum tampak melebihi aliran modal masuk dalam bentuk Penanaman Modal Asing (Grafik 3.5). Kondisi demikian membawa dampak positif seperti memperkaya sumber pembiayaan, menambah kedalaman pasar, dan mendorong perbaikan tata kelola (*governance*). Namun demikian, dengan semakin tingginya intensitas *financial linkage* maka perubahan persepsi global dapat dengan segera memengaruhi kinerja pasar domestik. Dalam hal terjadi penurunan kinerja global, hubungan tersebut dapat menjadi tidak simetris. Artinya, tekanan di pasar global dapat dengan cepat memicu gejolak harga aset yang berlebihan, kerentanan finansial yang tinggi, dan

Transmisi Kebijakan Moneter di Tengah Tingginya Persepsi Risiko dan Ekses Likuiditas Perbankan

3.3

Kebijakan moneter menghadapi tantangan dari terganggunya mekanisme transmisi. Dalam kondisi normal, kebijakan moneter diharapkan mampu memengaruhi aktivitas perekonomian secara efektif. Secara teoritis, pengaruh kebijakan moneter tersebut ditransmisikan melalui beberapa jalur seperti suku bunga, kredit, neraca perusahaan, harga aset, dan nilai tukar. Untuk konteks Indonesia, dengan penerapan ITF sejak Juli 2005 kebijakan moneter menggunakan suku bunga sebagai sasaran operasional. Dalam hal ini sinyal kebijakan disampaikan melalui penetapan suku bunga kebijakan, yaitu BI Rate. Dengan menggunakan berbagai piranti moneter untuk memengaruhi likuiditas di pasar uang, proses transmisi kebijakan Bank Indonesia mengalir melalui berbagai jalur yang bervariasi, yang pada gilirannya memengaruhi permintaan domestik dan inflasi. Alur pikir dari keterkaitan antarvariabel dalam mekanisme transmisi kebijakan tersebut diilustrasikan pada Diagram 3.1.

Secara umum transmisi kebijakan moneter telah berjalan dengan baik di pasar keuangan khususnya pasar saham, obligasi negara, dan reksadana. Kebijakan moneter longgar tampaknya cukup kondusif mendukung perbaikan kepercayaan di tengah mulai pulihnya kondisi fundamental. Pada tahun 2009 IHSG secara tahunan tercatat tumbuh sebesar 87% dengan topangan terbesar dari sektor pertambangan (Grafik 3.7). Sementara itu, *yield* obligasi negara telah menurun signifikan dari periode puncak krisis keuangan global (Oktober 2008). Rata-rata *yield* SUN seluruh tenor turun sebesar 246 bps yang didominasi oleh *yield* jangka pendek (Grafik

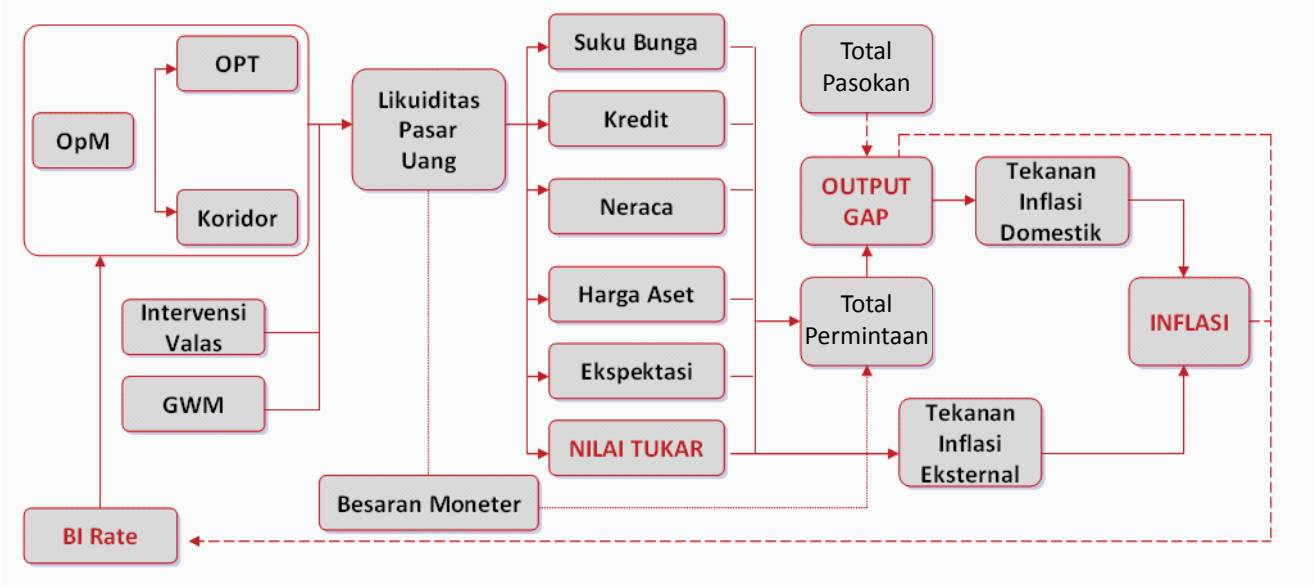


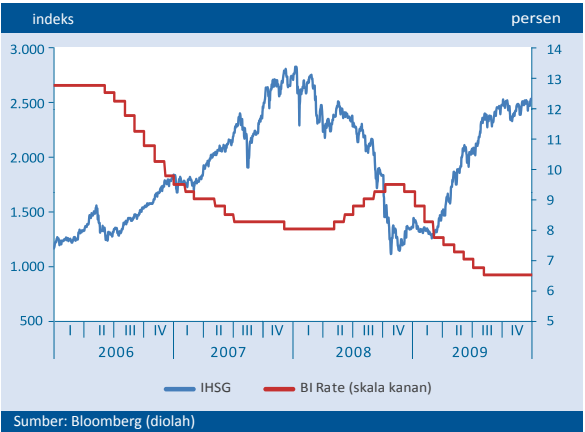
Diagram 3.1 Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

3.8). Penurunan *yield* SUN untuk tenor jangka pendek, menengah dan panjang masing-masing sebesar 375 bps, 239 bps, dan 130 bps. Adapun NAB reksadana tumbuh pesat mencapai sebesar Rp113 triliun atau naik Rp38,7 triliun dari tahun 2008. Jenis reksadana yang berkontribusi terhadap peningkatan NAB terutama reksadana terproteksi dan pendapatan tetap.

Pada masa pemulihan dari krisis, transmisi kebijakan moneter tampaknya juga terindikasi bekerja melalui jalur likuiditas. Hal itu dimungkinkan terjadi sebagai konsekuensi dari upaya pengelolaan likuiditas oleh Bank Indonesia serta asumsi masih cukup stabilnya angka pengganda uang dari likuiditas perekonomian dalam arti

sempit (M1). Selain itu, hubungan antara M1 riil dengan suku bunga dan pertumbuhan ekonomi riil tampak cukup stabil dalam jangka panjang. Dalam hubungan yang demikian, melambatnya pertumbuhan M1 lebih merefleksikan besarnya dampak penurunan aktivitas perekonomian dibandingkan dengan pengaruh penurunan suku bunga deposito. Hal demikian secara implisit mengindikasikan bahwa kondisi M1 cukup selaras dengan kebutuhan aktivitas riil dalam perekonomian (Grafik 3.9).⁵⁵

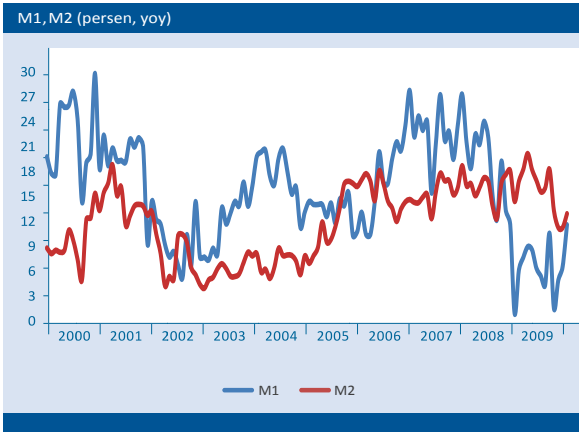
55 Dilakukan dengan membandingkan antara hasil uji menggunakan fungsi permintaan uang standar dan kondisi permintaan uang aktual. Jika hasil uji relatif sama dengan kondisi aktual (deviasi berada dalam rentang *standard error*) maka diperkirakan permintaan uang tersebut sesuai dengan kebutuhan perekonomian.



Grafik 3.7 BI Rate dan IHSG



Grafik 3.8 BI Rate dan Yield SUN



Grafik 3.9 Pertumbuhan M1 dan M2 Nominal

Namun, gejolak ekonomi global menghadapkan proses transmisi kebijakan moneter pada beberapa tantangan. Efek rambatan pengaruh krisis ekonomi global cukup kuat memengaruhi melambatnya pertumbuhan ekonomi yang kemudian memicu pelaku usaha, terutama perbankan, untuk lebih berhati-hati dan cenderung menahan atau menghindari risiko (*risk averse*). Hal tersebut merupakan hal yang lazim karena sistem keuangan memang cenderung berperilaku *procyclical*.⁵⁶ Namun demikian, di masa krisis perilaku tersebut semakin diperkuat dengan keberadaan *financial accelerator*.⁵⁷ Di tengah persistensi ekses likuiditas perbankan dan kurang responsifnya sisi penawaran --sehingga mengurangi efektivitas transmisi stimulus kebijakan makroekonomi ke sektor riil— maka keberadaan berbagai hal di atas menjadikan terkendalanya mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga dan kredit.

56 Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter Bank Indonesia (2009), “Review Penerapan Inflation Targeting Framework (ITF) di Indonesia”, *Working Paper*, Desember.

57 *Financial accelerator* bermakna bahwa distorsi di pasar kredit akan semakin memperkuat gejolak ekonomi. Gangguan yang seharusnya minimal jika pasar efisien dapat menjadi berlebihan dan berkepanjangan manakala terdapat ketidaksempurnaan di pasar kredit.

Tabel 3.1 Dekomposisi Varians: Pengaruh variabel selama 1 s.d 3 bulan ke depan

Periode	SBI --> PUAB		PUAB --> Dep		PUAB --> Kredit		Dep --> Kredit	
	1 bulan	3 bulan	1 bulan	3 bulan	1 bulan	3 bulan	1 bulan	3 bulan
Juli 2005 - Agt 2009	1.1	1.9	0.7	0.9	0.9	2.3	6.7	10.5
Jan 2007 - Agt 2009	1.5	3.1	1.5	1.8	3.8	3.9	15.1	19.5
Jul 2008 - Agt 2009	34.5	43.6	3.7	6.4	1.7	6.9	28.4	32.8

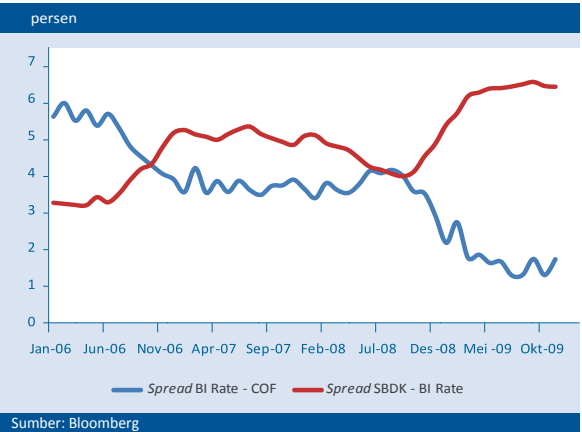
■ Respons Suku Bunga

Efektivitas pengaruh BI Rate ke berbagai suku bunga pasar uang dan perbankan telah semakin baik. Pengujian awal atas hipotesa “*term structure of interest rates*”⁵⁸ pada era penerapan ITF⁵⁹ menunjukkan bahwa secara umum mekanisme transmisi kebijakan moneter dengan jalur suku bunga telah bekerja.⁶⁰ Efektivitas transmisi pengaruh suku bunga BI Rate ke suku bunga PUAB O/N mengalami peningkatan sangat signifikan (Tabel 3.1). Hal tersebut terkait dengan aspek positif dari penguatan kerangka operasional termasuk penyempitan koridor suku bunga khususnya sejak awal tahun 2008. Suku bunga PUAB O/N yang bergerak stabil pada kisaran yang sempit terhadap BI Rate telah ditransmisikan pada suku bunga PUAB berbagai tenor dengan besaran yang relatif sama. Namun demikian, perlu dicatat bahwa pengaruh dari suku bunga PUAB ke suku bunga simpanan dan kredit serta pengaruh dari suku bunga simpanan terhadap suku bunga kredit tidak sebesar pengaruh BI Rate terhadap suku bunga PUAB O/N. Hal ini antara lain terkait dengan berbagai kondisi mikro yang masih dihadapi pelaku pasar di tengah persepsi terhadap kondisi makroekonomi yang belum sepenuhnya pulih pascakrisis keuangan global.

58 Bahwa suku bunga jangka panjang merupakan rata-rata tertimbang dari suku bunga jangka pendek (*future short term interest rates*).

59 Dalam rezim ITF yang berbasis suku bunga sebagai sasaran operasional, asumsi yang dipakai adalah bahwa melalui penetapan *policy rate* dalam operasi moneter (*liquidity management*), bank sentral dapat memengaruhi *current and expected* suku bunga O/N (*shortest market interest rates*), suku bunga pasar dana/kredit (*longer term interest rates*), dan dengan demikian aktivitas ekonomi riil.

60 Pengujian hipotesis “*term structure of interest rates*” dilakukan melalui pendekatan *Vector Autoregression* (VAR), dengan penetapan *lag* 2 periode. Asumsi eksogenitas perilaku suku bunga dalam sistem, yaitu SBI 1 bulan (mewakili “*policy rate*”), PUAB O/N, Deposito, Kredit. Hasil penaksiran diperlihatkan melalui analisis Dekomposisi Varians, yaitu porsi variasi perubahan suatu variabel yang dijelaskan oleh perubahan variabel lain.

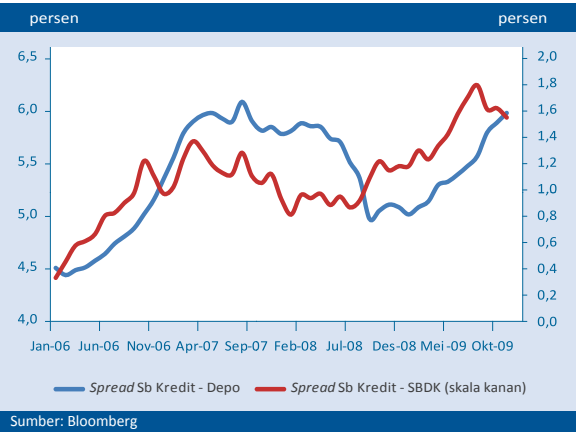


Grafik 3.10 Spread BI Rate-COF dan SBDK-BI Rate

Namun demikian, pada masa krisis besaran penurunan suku bunga kredit semakin tidak sebanding dengan turunnya BI Rate dan suku bunga deposito. Pengamatan terhadap data menunjukkan bahwa selisih antara suku bunga kredit dan suku bunga deposito semakin melebar. Hal yang sama juga terjadi antara Suku Bunga Dasar Kredit (SBDK) dengan BI Rate. Jika dibedah lebih dalam dari sisi mikro bank, beberapa faktor yang turut memengaruhi perkembangan suku bunga kredit antara lain adalah kecenderungan peningkatan komponen biaya dana (*cost of fund*) premi risiko dalam pembentukan suku bunga kredit, dan margin keuntungan.⁶¹ Pengamatan awal dengan memanfaatkan data *ex post* dari laporan keuangan bank mengindikasikan bahwa penurunan *cost of fund* bank secara agregat sepanjang tahun 2009 cenderung lebih lambat dari turunnya BI Rate (Grafik 3.10). Sementara itu, masih tingginya premi risiko ekonomi tampak pada *spread* antara SBDK dengan suku bunga kredit aktual (Grafik 3.11). Selain itu, pada tahun 2009 terdapat pula indikasi kecenderungan perbankan untuk mempertahankan margin keuntungan.⁶² Upaya penguatan internal bank dengan berlomba meraup dana masyarakat dan menaruh bobot risiko usaha yang lebih besar (*risk averse*), serta memupuk keuntungan seolah menjadi kontradiktif di tengah kondisi sektor riil yang masih dalam proses pemulihan. Namun demikian, hal tersebut dapat dipersepsikan sebagai upaya kehati-hatian bank di tengah

61 Sejalan dengan Gambacorta, Leonardo (2004), “*How Do Banks Set Interest Rates?*”, *NBER Working Paper Series* No. 10295. bahwa struktur industri, *cost of loanable fund*, *overhead cost* dan premi risiko memengaruhi pembentukan *pricing* kredit.

62 Dalam jangka panjang dikhawatirkan dapat meningkatkan risiko akibat timbulnya “*adverse selection*”, yaitu debitur yang mengambil kredit dengan suku bunga yang tinggi tersebut cenderung mereka yang memiliki risiko yang tinggi.



Grafik 3.11 Spread Sk Bunga Kredit, Deposito, dan SBDK

belum cukup kokohnya perbaikan pasar keuangan global.

Lambatnya penyesuaian suku bunga kredit diindikasi juga bersumber dari variasi ukuran bank dan target sektor usaha yang disasar. Dalam kondisi tersebut bank dimungkinkan untuk membebaskan inefisiensi pada tingkat bunga kredit yang lebih tinggi. Di samping itu, tingginya *margin* laba bank seperti tampak pada posisi NIM diindikasi menghambat penurunan suku bunga kredit. Hal itu diperburuk oleh kecenderungan bahwa semakin besar suatu bank, semakin rendah responsnya terhadap perubahan kebijakan moneter. Fenomena tersebut juga sejalan dengan berbagai studi tentang rigiditas suku bunga kredit dan tingkat efisiensi perbankan yang dilakukan sebelumnya.⁶³ Di samping itu, dalam pasar kredit umumnya terjadi hubungan antara *leader* dan *follower* dalam penentuan suku bunga.⁶⁴ Selain itu, sepanjang tahun 2009 juga diwarnai oleh peranan kredit mikro, kecil, dan menengah (MKM) yang semakin besar. Dengan karakteristik tersebut, debitur MKM cenderung lebih mengutamakan akses kredit dibandingkan dengan

63 Pada Agung, Juda, Bambang Mukti Riyadi, dan Nugroho Joko Prastowo (2002), “Rigiditas Suku Bunga Perbankan”, Catatan Riset, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia; misalnya menyatakan bahwa rigiditas suku bunga antara lain terkait dengan kondisi neraca perbankan dan struktur pasar kredit yang cenderung lebih terkonsentrasi. Hal ini tercermin dari suku bunga kredit bank-bank rekap memiliki rigiditas yang paling besar terkait dengan struktur aset kelompok bank ini yang masih didominasi oleh obligasi pemerintah. Hadad, Muliaman D, Wimboh Santoso, Eugenia Mardanugraha, Dhaniel Illyas (2003), “Pendekatan Parametrik Untuk Efisiensi Perbankan Indonesia”, Biro Stabilitas Sistem Keuangan Bank Indonesia, *Research Paper* No. 4/5; menyatakan bahwa efisiensi bank besar tidak lebih baik dari bank asing dan campuran.

64 Kahn, Pennacchi and Sopranzetti (2000), “*Bank Consolidation and Consumer Loan Interest Rate*”, The Wharton School. University of Pennsylvania.

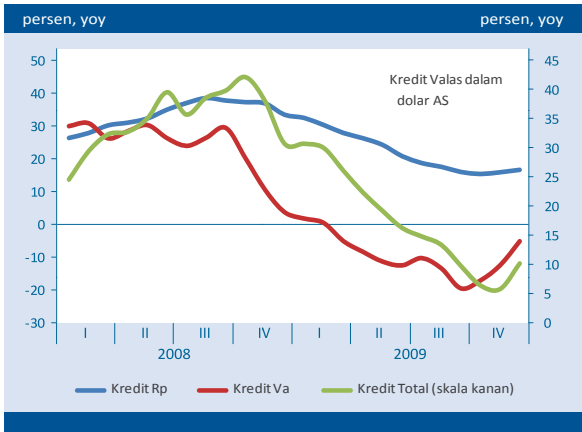
tingkat suku bunga kredit, maka perilaku penentuan suku bunga kredit menjadi lebih kompleks.

Kondisi eksekusi likuiditas perbankan yang cenderung persisten juga merupakan faktor lain yang menjelaskan terhambatnya respons suku bunga. Eksekusi likuiditas yang persisten dan struktural menjadi tantangan berat dalam mengimplementasikan kerangka kerja operasi moneter. Tantangan tersebut apabila tidak dikelola dengan baik menyebabkan volatilitas suku bunga PUAB yang tinggi yang pada gilirannya mengganggu stabilitas nilai tukar dan efektivitas transmisi kebijakan moneter. Deviasi dan volatilitas suku bunga PUAB yang besar dari BI Rate akan menurunkan kredibilitas kebijakan moneter. Di samping itu, beberapa pengamatan menunjukkan bahwa eksekusi likuiditas perbankan yang tidak diserap oleh otoritas pada gilirannya berpotensi memberikan tekanan pada stabilitas moneter, inflasi dan nilai tukar. Studi empiris di banyak negara juga menunjukkan bahwa eksekusi likuiditas perbankan berpotensi mengganggu transmisi kebijakan moneter.⁶⁵ Menimbang permasalahan eksekusi likuiditas yang lebih bersifat struktural, pengelolaan eksekusi likuiditas perbankan memerlukan koordinasi lebih lanjut antara otoritas moneter, fiskal, dan perbankan.

■ Penyaluran Kredit Perbankan

Tertahannya suku bunga kredit dan naiknya persepsi risiko akibat imbas krisis global mengakibatkan kredit perbankan tumbuh melambat. Selama tahun 2009, pertumbuhan

65 Agénor P.R, J. Aizenman, A. Hoffmaister (2000), “The Credit Crunch in East Asia : What Can Bank Excess Liquid Assets Tell Us?”, NBER Working Paper Series No. 7951 dan Saxegaard (2006), “Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy : Evidence from Sub-Saharan Africa”, IMF WP/06/115.



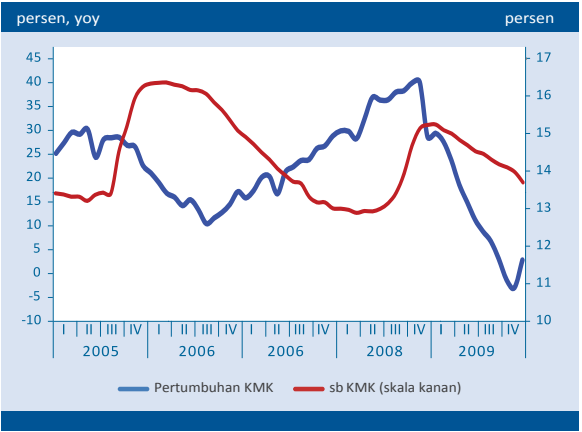
Grafik 3.12 Pertumbuhan Kredit

kredit (termasuk penerusan kredit) hanya mencapai Rp117,2 triliun (8,7% yoy) menjadi Rp1.470,8 triliun, jauh lebih rendah dari pertumbuhan kredit di periode yang sama pada tahun 2008 yang mencapai Rp326,2 triliun (31,2%, yoy) (Grafik 3.12). Semakin menurunnya pertumbuhan kredit terutama disumbang oleh dalamnya koreksi pertumbuhan kredit dalam valuta asing yang dipicu oleh menurunnya ekspor akibat kontraksi ekonomi dunia. Sementara itu, kredit rupiah juga tumbuh melambat selaras dengan menurunnya pertumbuhan ekonomi domestik dan masih relatif tingginya suku bunga kredit.⁶⁶

Perlambatan pertumbuhan kredit terjadi pada seluruh sektor ekonomi, khususnya sektor industri pengolahan dan jasa dunia usaha. Menurunnya pertumbuhan kredit terutama terjadi pada jenis Kredit Modal Kerja (KMK) di sektor industri dan jasa dunia usaha yang merupakan salah satu sektor penyerap kredit terbesar (Grafik 3.13). Sementara sektor listrik, air dan gas masih tumbuh relatif tinggi sejalan dengan pembangunan infrastruktur khususnya kelistrikan, walaupun jika dibandingkan dengan pertumbuhan di tahun sebelumnya sektor tersebut juga mengalami perlambatan pertumbuhan yang signifikan. Kondisi kredit secara sektoral yang demikian merupakan imbas dari rendahnya pertumbuhan ekonomi domestik akibat dari terganggunya permintaan luar negeri.⁶⁷

66 Hal tersebut didukung hasil Survei Perbankan yang menunjukkan bahwa lambatnya pertumbuhan kredit sejalan dengan masih tingginya suku bunga kredit dan persepsi risiko ekonomi pada beberapa sektor ekonomi tertentu.

67 Hasil estimasi menunjukkan posisi kredit aktual saat ini sudah relatif sama dengan permintaan kredit potensial di tengah kondisi perekonomian yang belum sepenuhnya pulih.



Grafik 3.13 Pertumbuhan Kredit dan Sk Bunga KMK

Tabel 3.2 Suku Bunga dan Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

	Parameter Respons terhadap BI Rate/Suku bunga kredit*		
	Suku bunga kredit modal kerja	Suku bunga kredit investasi	Permintaan kredit
Fase normal**			
- BI Rate	0.104	0.058	-
- Suku bunga kredit	-	-	-0.076
Siklus ekspansi pada masa krisis			
- BI Rate	-0.012	-0.006	-
- Suku bunga kredit	-	-	0.037

Keterangan

* Penaksiran dilakukan dengan menggunakan metode regresi dengan periode observasi Januari 2001 – Juni 2009.

** Fase normal mencakup siklus ekspansi dan kontraksi.

Fenomena lambatnya pertumbuhan kredit diduga selain bersumber dari melemahnya permintaan kredit, juga didorong oleh tertahannya suplai kredit. Terkoreksinya ekonomi domestik secara otomatis menurunkan kebutuhan pembiayaan. Sementara itu, masih belum pulihnya sektor riil berpotensi meningkatkan risiko *non performing loans* (NPL) sehingga membuat bank lebih berhati-hati dalam menyalurkan kredit baru. Hal demikian tampaknya selaras dengan perilaku sistem keuangan yang cenderung *procyclical*.⁶⁸ Dalam kondisi normal yaitu pada saat perekonomian berada di siklus ekspansi, sensitivitas kebijakan moneter terhadap variabel makroekonomi agregat terlihat berjalan sesuai dengan konsep umum. Perubahan suku bunga kebijakan akan diikuti oleh perubahan suku bunga kredit dan selanjutnya penyaluran kredit. Hal itu sejalan dengan hipotesa tentang keberadaan *risk taking channel*, yang menyatakan bahwa lembaga keuangan akan cenderung menurunkan persepsi risiko dalam bentuk meningkatkan toleransi standar pemberian kredit. Namun demikian, kondisi sebaliknya terjadi pada saat krisis global saat ini yaitu terjadi koreksi respons penurunan suku bunga kredit terhadap penurunan BI Rate.⁶⁹ Melemahnya respons penurunan

68 Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System, Financial Stability Forum (2009).

69 Sesuai studi Peersman dan Smets (2001), “The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area : More Evidence from VAR Analysis”, ECB Working Paper Series No. 91; untuk kawasan Eropa yang menunjukkan bahwa sensitivitas kebijakan moneter terhadap pertumbuhan ekonomi terindikasi tidak kuat memengaruhi pertumbuhan ekonomi pada saat ekonomi dalam siklus krisis. Salah satu faktor yang memengaruhi kondisi ini tidak terlepas dari dampak mekanisme *financial accelerator propagation* yang lebih kuat terjadi pada saat perekonomian dalam siklus krisis.

suku bunga kredit kemudian menurunkan penyaluran kredit (Tabel 3.2) dan keberadaan *financial accelerator* semakin menciutkan intermediasi.

Dalam kondisi krisis, industri perbankan semakin cenderung menghindari risiko dan lebih memusatkan pada upaya menjaga kecukupan likuiditas. Bahkan apabila dihadapkan pada situasi naiknya *counterparty risk* di pasar uang, perbankan dapat melakukan penumpukan likuiditas (*liquidity hoarding*) misalnya dengan menambah penempatan pada portofolio yang rendah risikonya seperti instrumen bank sentral. Hal demikian pada gilirannya mampu meningkatkan kemampuan perbankan menyerap kemungkinan penurunan kinerja kredit akibat imbas pelemahan sektor riil.

Ke depan, mulai pulihnya perekonomian diharapkan mendorong kembali naiknya permintaan kredit. Selaras dengan hal tersebut, perbankan dapat menurunkan persepsi risiko dan pada gilirannya suku bunga kredit sehingga kondusif meningkatkan efektivitas transmisi suku bunga kebijakan, BI Rate, pada suku bunga perbankan.

meningkatkan kecenderungan *shock amplifier* dari sistem keuangan karena pasar keuangan domestik belum cukup efisien dalam menyerap risiko.⁵⁰

Fenomena *herding behaviour* dan *sudden stop* semakin menguatkan karakteristik sektor keuangan yang cenderung bersifat *shock amplifier*. Aliran modal keluar yang berlebihan yang dipengaruhi oleh *herding behaviour* dan *sudden stop* mengakibatkan merosotnya nilai tukar rupiah dan harga aset keuangan domestik. Fakta menunjukkan bahwa pada krisis tahun 1997/1998 rupiah anjlok disertai fluktuasi yang berlebihan dengan depresiasi mencapai sekitar 85% pada periode Juli 1997-Juni 1998. IHSG mengalami penurunan yang sangat tajam yaitu sebesar 62% dalam periode Juni 1997-September 1998. Sementara itu, pada saat terjadinya krisis ‘mini’ pada tahun 2005 *yield* SUN meningkat tajam hingga mencapai 16%, sementara IHSG sempat menurun mencapai level 1.058.⁵¹ Pada krisis ekonomi tahun 2008, IHSG mengalami penurunan sebesar 54%, sementara imbal hasil SUN terkoreksi sekitar 20% dalam periode Februari 2008-November 2008.

Dominansi peran investasi portofolio dalam neraca modal dan keuangan mendorong naiknya volatilitas nilai tukar rupiah. Peran investasi portofolio yang semakin besar dalam neraca pembayaran menyebabkan pembentukan harga rupiah menjadi rentan karena lebih dipengaruhi oleh perubahan persepsi risiko investor di pasar keuangan global dibandingkan dengan pengaruh faktor-faktor fundamental. Hal itu diperumit dengan fenomena aliran dana dari neraca transaksi berjalan yang tidak sepenuhnya menjadi pasokan di pasar valuta asing domestik (Grafik 3.6). Sebagian eksportir cenderung menyimpan devisa hasil ekspornya di luar negeri karena berbagai alasan seperti (1) kebijakan induk perusahaan, khususnya bagi anak perusahaan asing (2) *terms and condition* dari *Master Loan Agreement*, khususnya bagi eksportir yang mengandalkan pembiayaan dari pinjaman, dan (3) upaya mengoptimalkan manfaat dari layanan perbankan luar negeri khususnya bagi eksportir yang juga importir.

Dinamika nilai tukar yang lebih banyak dipengaruhi oleh aliran modal portofolio memberikan kompleksitas bagi

50 Kondisi ini berbeda dengan asumsi yang banyak digunakan dalam analisis makroekonomi bahwa sistem keuangan bergerak secara endogen mengikuti pergerakan makroekonomi sekaligus menjadi peredam gejala yang terjadi dalam kegiatan ekonomi (*shock absorber*).

51 Pada 20 Oktober 2005, atau melemah hampir 2% dari akhir September 2005.

pengelolaan moneter. Hal ini dikarenakan perubahan suku bunga tidak serta-merta memengaruhi pergerakan nilai tukar baik melalui jalur permintaan domestik maupun melalui jalur finansial sebagaimana konsep *Uncovered Interest Parity* (UIP). Penetapan suku bunga kebijakan yang terukur dan berhati-hati memang mampu membangun kepercayaan pasar. Namun demikian, dalam kondisi global yang diliputi oleh tingginya ketidakpastian maka postulasi UIP tidak selalu berlaku, bahkan hal tersebut juga terjadi di negara maju yang menerapkan ITF. Untuk perekonomian Indonesia, berbagai hal tersebut semakin menambah kompleksitas kebijakan mengingat pengaruh (*passthrough*) nilai tukar ke harga domestik masih cukup tinggi.⁵²

Strategi pengelolaan arus modal dan nilai tukar tetap dilakukan sejalan dengan kerangka kerja penargetan inflasi yang cukup fleksibel (*flexible* ITF). Dalam kerangka umum ITF, sistem nilai tukar mengambang merupakan pilihan strategis dalam perekonomian. Namun, dalam kondisi peran nilai tukar yang lebih mengarah ke *shock amplifier* dan *passthrough* yang relatif tinggi, strategi pengelolaan nilai tukar perlu diperkuat dengan strategi kebijakan lain di luar suku bunga sebagai instrumen utama kebijakan. Kebijakan tersebut merupakan intervensi secara terukur di pasar valuta asing untuk mengurangi fluktuasi nilai tukar yang berlebihan (*smoothing*).⁵³ Dapat dikemukakan bahwa intervensi bank sentral di pasar valuta asing memberikan pengaruh psikologis terhadap pergerakan nilai tukar dan cukup efektif memengaruhi nilai tukar dalam jangka pendek, terutama jika dibandingkan dengan respons melalui suku bunga.⁵⁴ Dalam kaitan ini, pengaruh cukup kuat terutama terjadi di negara berkembang sejalan dengan struktur pasar yang lebih kecil dan relatif lebih lengkapnya informasi yang dimiliki bank sentral dibandingkan dengan pelaku pasar.

Untuk kasus perekonomian Indonesia, penerapan sistem nilai tukar yang sangat fleksibel cenderung memberikan

52 Secara konseptual, dalam sistem nilai tukar mengambang potensi terjadinya *pass-through* nilai tukar ke harga domestik adalah rendah (Hufner, Felix. “*Foreign Exchange Intervention as Monetary Policy Instrument : Evidence for Inflation Targeting Countries*”, ZEW *Economic Studies* 23. 2003). Namun, dengan tidak bekerjanya UIP (yang antara lain disebabkan oleh adanya dominasi aliran modal portofolio) *pass-through* nilai tukar ke harga barang impor masih cukup tinggi.

53 Yang dibarengi dengan sterilisasi (*sterilized intervention*) agar dampaknya netral terhadap likuiditas.

54 Disyatat, Piti and Gabriele Galati (2005), “*The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries : Evidence from Czech Korona*”, BIS *Working Paper* 172.

tekanan depresiatif. Dalam kondisi tersebut, kebijakan Bank Indonesia di pasar valas yang dilakukan secara terukur pada waktu dan taraf tertentu dapat menahan tekanan depresiasi yang lebih besar, sehingga mencegah munculnya ekspektasi inflasi. Namun, kebijakan tersebut belum berkesinambungan apabila tidak disertai dengan upaya untuk mencapai sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Sehubungan dengan hal tersebut, komitmen dan konsistensi kebijakan moneter untuk mencapai sasaran inflasi harus terus dilanjutkan. Hal tersebut akan meningkatkan kredibilitas kebijakan moneter yang pada gilirannya akan mendukung ekspektasi inflasi yang rendah dan stabil. Dengan pencapaian tersebut maka pengaruh *passthrough* dari depresiasi nilai tukar yang tidak diinginkan juga akan dapat dikurangi.

Sebagai penutup dapat disampaikan bahwa kenaikan aliran modal antarnegara di dunia pada gilirannya akan memengaruhi kebijakan domestik. Pasar dunia yang berkembang memberikan kontribusi signifikan

pada peningkatan disiplin kebijakan moneter dan fiskal, yaitu menghukum kebijakan buruk dan memberi penghargaan bagi kebijakan yang baik. Upaya untuk mendisiplinkan kebijakan moneter, antara lain melalui implementasi ITF, turut memperkuat komitmen kebijakan untuk meningkatkan transparansi kepada pelaku ekonomi yang lain. Krisis keuangan global menunjukkan bahwa kestabilan harga tidak menggaransi kestabilan sistem keuangan. Pesatnya aliran modal antar negara mengakibatkan nilai tukar lebih dipengaruhi oleh aliran modal ketimbang perkembangan neraca transaksi berjalan yang lebih baik dalam merefleksikan fundamental ekonomi. Oleh karenanya, peran otoritas moneter di negara berkembang tidak hanya terkait dengan pengaturan suku bunga kebijakan, melainkan juga pencermatan terhadap perilaku neraca modal, pelaksanaan intervensi yang disertai sterilisasi saat nilai tukar bergerak terlalu fluktuatif, dan pengembangan serta pendalaman sektor finansial domestik agar lebih mampu menyerap gejala.

Kondisi Sisi Penawaran dan Implikasinya pada Tekanan Inflasi

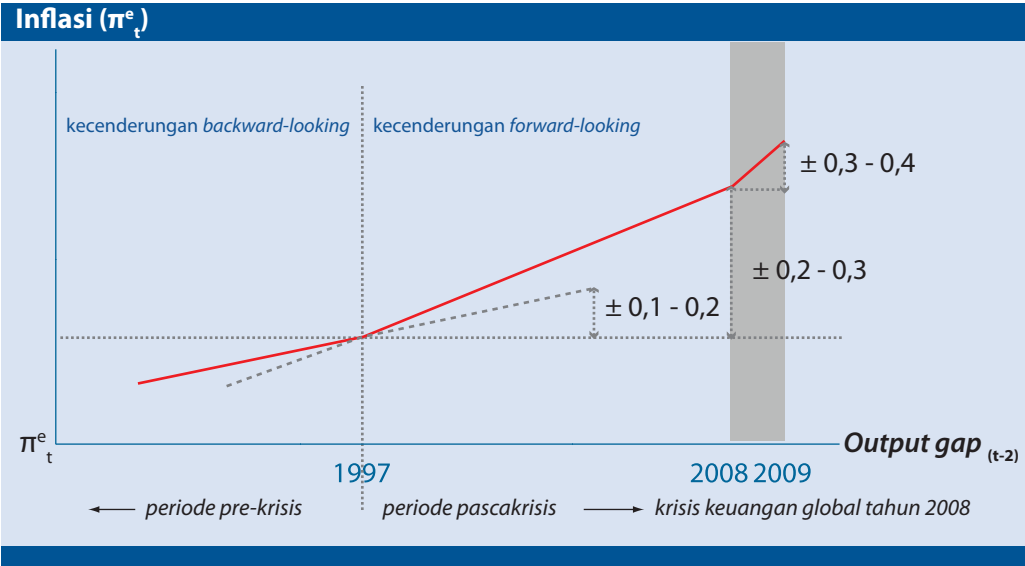
3.4

Perekonomian domestik masih dihadapkan pada berbagai permasalahan di sisi penawaran, di antaranya hambatan struktural mikro. Hambatan tersebut terutama berupa inefisiensi atau ekonomi biaya tinggi, ketidakharmonisan regulasi pusat dan daerah, infrastruktur dan pasokan energi yang kurang memadai, serta kemampuan tenaga kerja yang rendah, tidak saja memengaruhi kesinambungan prospek perekonomian dan kestabilan kondisi makroekonomi, namun juga menurunkan daya saing relatif Indonesia dengan negara lain di kawasan. Hambatan struktural mikro tersebut telah mendorong munculnya permasalahan kekurangresponsifan sisi penawaran terhadap perkembangan atau stimulus kebijakan yang berasal dari sisi permintaan, kekurangsempurnaan struktur pasar komoditas tertentu, dan kekurangefisienan jalur tata niaga.

■ Respons Sisi Penawaran

Kekurangresponsifan perkembangan sisi penawaran terhadap perkembangan sisi permintaan dicerminkan oleh kurva penawaran yang mempunyai kemiringan relatif lebih tajam atau kurang elastis pada periode setelah krisis. Hasil pengamatan empiris perilaku sisi penawaran yang tercermin pada Kurva Phillips New Keynesian,⁷⁰

70 Spesifikasi umum Kurva Phillips New Keynesian didasarkan pada model *staggered price setting* yaitu model yang juga memperhitungkan kemungkinan adanya fraksi tertentu dari agen ekonomi yang menggunakan pola penyesuaian harga *backward-looking* sebagai *rule of thumb*. Dengan hipotesis tersebut, basis model hibrid dapat dituliskan sebagai: $\pi_t = \gamma_b \pi_{t-1} + \gamma_f E_t\{\pi_{t+1}\} + \kappa (y_t - y_t^*)$, dimana γ_b dan γ_f masing-masing merupakan koefisien dekomposisi dari beberapa parameter dalam sistem permodelan, sekaligus mencerminkan perilaku *backward-looking* dan *forward-*



Grafik 3.14 Karakteristik Kurva Penawaran (Kurva Phillips) di Indonesia

menunjukkan bahwa pada periode sebelum krisis (tahun 1975 – 1997) elastisitas jangka pendek inflasi terhadap perkembangan output (*output gap*) sekitar 0,1 – 0,2. Sementara itu, pada periode setelah krisis (tahun 1998 – 2009) elastisitas tersebut meningkat menjadi sekitar 0,3 – 0,4. Pengamatan juga memperlihatkan bahwa perilaku Kurva Phillips juga terpengaruh oleh dampak krisis keuangan global tahun 2008, yaitu elastisitas jangka pendek inflasi terhadap perkembangan output pada periode sebelum dampak krisis keuangan global tahun 2008 (tahun 1998 – 2008 triwulan III) tercatat sekitar 0,2 – 0,3.⁷¹ Lebih jauh, penyertaan variabel *dummy* pada persamaan dasar untuk melihat perbedaan pengaruh *output gap* positif dan negatif menyimpulkan bahwa pada periode krisis terdapat kecenderungan pengaruh perkembangan *output gap* positif lebih besar dari *output gap* negatif, yang mengindikasikan adanya

looking dari inflasi, dimana κ adalah parameter *output gap*.
71 Penaksiran dilakukan dengan menggunakan data triwulanan. Asumsi teoritis ditetapkan bahwa $\gamma_b + \gamma_f = 1$. Metode penaksiran menggunakan teknik *Generalized Method of Moments* (GMM) dengan variabel instrumental *lag* inflasi, nilai masa kini dan *lag* dari nilai tukar, nilai masa kini dan *lag* dari besaran moneter (M0), dan faktor musiman. Variabel *output gap* ditaksir dengan menggunakan metode filtrasi *Hodrick-Prescott*. Pengujian restriksi teoritis menunjukkan bahwa hipotesis nul bahwa $\gamma_b + \gamma_f = 1$ tidak ditolak. Penyampaian hasil taksiran nilai parameter dalam kisaran terkait dengan adanya perbedaan hasil penaksiran yang mempertimbangkan dengan yang tidak mempertimbangkan perilaku data yang ekstrim pada masa krisis, yaitu antara 1997.4 – 1998.4.

ketidaksimetrian atau ketidaklinearan pada perilaku Kurva Phillips.⁷²

Hasil penaksiran tersebut mempertegas tiga temuan empiris mengenai perubahan perilaku kurva penawaran yang cenderung kurang elastis sebagai dampak perubahan struktural perekonomian. Pertama, pada masa krisis kemiringan (*slope*) kurva penawaran cenderung lebih tajam, yang berarti bahwa perkembangan inflasi cenderung lebih sensitif terhadap perkembangan *output*. Hal tersebut berarti bahwa dengan stimulus sisi permintaan yang sama, perubahan harga yang diakibatkannya akan cenderung lebih besar. Kedua, relatif tajamnya kemiringan kurva penawaran pada periode tahun 1998 – 2009 dibandingkan dengan periode tahun 1998 – 2008 menunjukkan bahwa krisis keuangan global tahun 2008 telah meningkatkan potensi permasalahan di sisi penawaran (Grafik 3.14). Ketiga, permasalahan struktural yang menyebabkan perubahan perilaku Kurva Phillips yang cenderung cekung (*convex*) tersebut sejalan dengan hipotesis mengenai adanya keterbatasan kapasitas

72 Hasil pengamatan ini merupakan tinjauan ulang (*revisit*) atas studi mengenai Kurva Phillips di Indonesia, (Solikin, 2004, “Perubahan Struktural dan Perilaku Kurva Phillip di Indonesia: Keberadaan, Pembentukan Ekspektasi, dan Non-Linearitas”, Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Maret). Secara substansif, kesimpulan yang dihasilkan adalah sama, yaitu bahwa perubahan struktural sebagai akibat krisis keuangan 1997/1998 telah menyebabkan Kurva Phillips di Indonesia semakin kurang elastis dan nonlinear.

(*capacity constraints*) dalam perekonomian Indonesia, terutama yang terjadi pada periode krisis ekonomi. Hal ini merupakan faktor utama di balik masih sulitnya (*rigid*) inflasi untuk turun.⁷³

Implikasi dari ketiga temuan empiris tersebut bagi pelaksanaan kebijakan moneter adalah bahwa efektivitas transmisi stimulus kebijakan makroekonomi ke sektor riil menjadi berkurang. Kondisi tersebut bahkan menyebabkan perekonomian yang cepat memanas dan tekanan inflasi yang lebih tinggi. Dampak selanjutnya adalah tingkat inflasi cenderung stabil pada level yang relatif tinggi sehingga suku bunga pun relatif sulit untuk ditekan pada tingkatan yang lebih rendah. Secara makro, permasalahan tersebut juga berdampak pada pengalokasian sumber daya ekonomi yang tidak efisien, serta keterpautan antara sektor riil dan sektor keuangan yang semakin renggang (*decoupling*). Hasil akhirnya, adalah struktur pertumbuhan ekonomi cenderung tidak berimbang seperti terjadi dalam beberapa tahun terakhir. Sementara ekses likuiditas di pasar keuangan terus bertambah dengan berbagai kerentanan yang melingkupinya.

Berkaitan dengan permasalahan tersebut, beberapa langkah struktural perlu diterapkan dalam koordinasi yang baik antara Bank Indonesia dan Pemerintah. Dari sisi kebijakan moneter, Bank Indonesia dituntut untuk dapat merumuskan *stance* kebijakan yang tepat dengan memperhitungkan kondisi perekonomian sedang berada. Hal itu mengingat bahwa semakin tajamnya kemiringan Kurva Phillips juga menyiratkan adanya kecenderungan penurunan biaya pengendalian inflasi dan sebaliknya. Oleh karena itu, tantangan kebijakan moneter pada fase pemulihan ke depan terkait dengan penetapan preferensi kebijakan dalam jangka pendek yaitu antara mendorong momentum pertumbuhan ekonomi dan penurunan inflasi. Dalam tataran kebijakan makro, koordinasi kebijakan harus diprioritaskan untuk memperkuat kelembagaan ekonomi dan mempercepat pembangunan infrastruktur terkait dengan upaya untuk meningkatkan kapasitas produksi dan perekonomian secara luas. Langkah tersebut diharapkan akan memengaruhi perilaku sisi penawaran agar berada dalam pola yang cukup fleksibel dalam merespons

73 Hal ini sejalan dengan analisis yang pernah dilakukan Bank Indonesia bahwa pergerakan komponen permanen inflasi cenderung menurun, namun masih berada di atas 5%. Afandi (2007) “Struktur Perekonomian dan Implikasi terhadap Target Inflasi 2008-2009”, Catatan Riset, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia, 30 Oktober.

perkembangan sisi permintaan sehingga dukungan kebijakan ekonomi untuk mendorong proses pemulihan ekonomi, di tengah potensi ketidakpastian yang masih muncul ke depan dapat memberikan hasil yang optimal.

■ Struktur Pasar dan Tata Niaga

Struktur pasar yang kurang sempurna pada beberapa komoditas tertentu berpotensi menyebabkan rigiditas penurunan harga. Hasil pengamatan Bank Indonesia menunjukkan bahwa struktur pasar beberapa komoditas tertentu kurang sempurna sebagaimana tercermin pada tingginya rasio konsentrasi (Tabel 3.3).⁷⁴ Dengan struktur pasar yang demikian, pelaku usaha mempunyai peluang untuk mentransmisikan kenaikan biaya produksi secara langsung kepada konsumen dan menahan harga ketika terjadi penurunan harga bahan baku. Apabila kondisi demikian terus berlangsung maka akan menyebabkan rigiditas penurunan harga (*downward price rigidity*). Indikasi terhadap keberadaan rigiditas harga tersebut tercermin pada pergerakan harga beberapa komoditas strategis yang relatif stabil bahkan cenderung meningkat meskipun terdapat penurunan harga bahan baku di pasar global (Grafik 3.15).⁷⁵

Rigiditas penurunan harga tersebut merupakan salah satu faktor utama dibalik masih cukup tingginya tingkat inflasi di Indonesia. Laju inflasi yang cenderung bertahan tinggi, meski pengaruh gejolak sudah dihindarkan memunculkan hipotesis adanya persistensi inflasi. Jika persistensi diartikan sebagai waktu yang diperlukan untuk kembali ke level semula setelah terjadinya gejolak, maka fakta di atas memiliki implikasi tingginya persistensi inflasi di Indonesia. Beberapa penelitian yang telah dilakukan mengkonfirmasi hal tersebut. Penelitian awal menemukan derajat persistensi inflasi inti yang mencapai 0,8–0,9. Derajat persitensi inflasi IHK serta disagregasi berdasarkan kelompok barang dan jasa juga berada di sekitar 0,8–0,9, meskipun secara umum menunjukkan tren penurunan antara periode sebelum dan setelah krisis.⁷⁶

74 Rasio konsentrasi (*Concentration Ratio-CR*) adalah jumlah pangsa pasar (*market share*) dari sejumlah perusahaan terbesar. Contoh: CR4 merupakan rasio konsentrasi dari 4 (empat) perusahaan terbesar.

75 Antara lain karena memiliki bobot yang besar dalam keranjang IHK.

76 Estimasi persistensi tersebut dengan model univariate berupa *autoregressive*. Dengan mengadopsi formula dari Gujarati (2003), “*Basic Econometrics*”, McGraw Hill Higher Education, yang terdapat dalam Alamsyah, Halim (2008), “Persistensi inflasi dan Dampaknya terhadap Pilihan dan Respon Kebijakan Moneter di Indonesia”, Disertasi Progam Doktoral Universitas Indonesia. Persistensi inflasi

Tabel 3.3 Konsentrasi Rasio Beberapa Industri

No	KKI 5	Industri	CR 4
Industri Makanan dan Minuman			
1	15431	Bubuk Coklat	1,00
2	15321	Tepung Terigu	1,00
3	16003	Rokok Putih	1,00
4	15144	Minyak Goreng dari Kelapa Sawit	0,83
Tekstil			
5	17111	Persiapan Serat Tekstil	0,98
6	18102	Pakaian Jadi Lainnya dari Tekstil	0,89
Kertas dan Barang Cetakan			
7	21011	Bubur Kertas	0,99
Kimia dan Barang dari Karet			
8	24132	Karet Buatan	1,00
9	24242	Kosmetik	0,99
10	23203	Barang-barang dari Hasil Kilang Minyak Bumi	0,98
11	24122	Pupuk Buatan Tunggal	0,95
12	24231	Bahan Farmasi	0,88

Sumber: Statistik Industri Besar BPS (diolah), Outlook Ekonomi Indonesia Bank Indonesia (Agustus 2009).

Permasalahan lain yang juga menyebabkan masih tingginya tekanan inflasi adalah kekurangefisienan jalur distribusi atau tata niaga. Jalur distribusi yang panjang selain menyebabkan level harga yang lebih tinggi yang diterima konsumen, juga menimbulkan risiko permasalahan dalam jalur distribusi tersebut. Untuk itu, salah satu kunci untuk menurunkan inflasi adalah perlunya meningkatkan efisiensi distribusi. Efisiensi distribusi atau “tata niaga” suatu produk dari produsen ke konsumen sangat dipengaruhi oleh panjang mata rantai jalur distribusi dan besarnya margin keuntungan yang ditetapkan oleh setiap mata rantai tersebut. Semakin panjang mata rantai distribusi dan semakin besar *margin* keuntungan yang ditetapkan maka kegiatan distribusi tersebut semakin tidak efisien, sehingga harga yang diterima konsumen menjadi lebih tinggi. Di samping

0,8 – 0,9 mengandung arti bahwa jika terjadi kejutan maka 50% kejutan tersebut akan diserap dalam jangka waktu 4 – 9 bulan dan sisanya akan diserap seiring perjalanan inflasi kembali ke rata-rata normal jangka panjangnya. Perhitungan lama waktu yang diperlukan untuk menyerat 50% shocks menggunakan rumus perhitungan *mean lag* $p/(1-p)$, dengan p adalah derajat persistensi. Dengan menggunakan model Kurva Phillips *New Keynesian*, penelitian tersebut kembali menguatkan temuan menurunnya persistensi inflasi pascakrisis.

No	KKI 5	Industri	CR 4
Semen dan Barang Galian Bukan Logam			
13	26411	Semen	0,91
14	26501	Barang dari Marmer, dan Granit untuk Keperluan Rumah Tangga	0,83
Logam Dasar Besi dan Baja			
15	27102	Penggilangan Baja	0,96
16	27320	Pengecoran Logam Bukan Besi dan Baja	0,90
Alat Angkutan, Mesin dan Peralatannya			
17	31101	Motor Listrik	1,00
18	34100	Kendaraan Bermotor Roda Empat atau Lebih	0,99
19	35911	Sepeda Motor dan Sejenisnya	0,90
20	29113	Komponen dan Suku Cadang Penggerak Mula	0,82

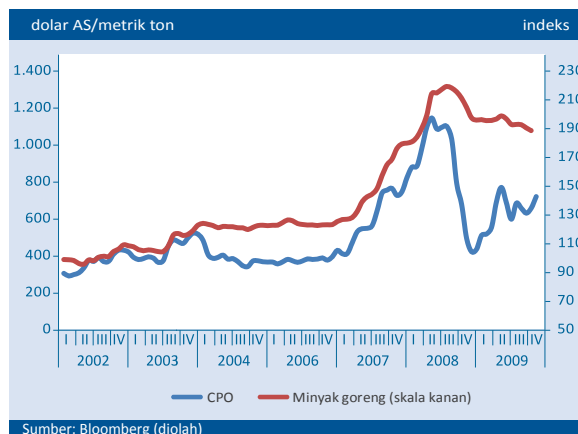
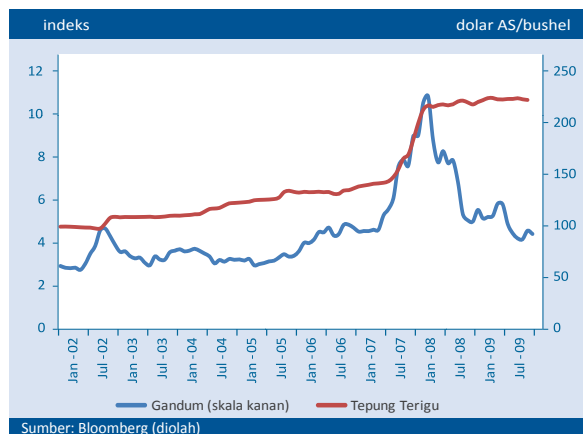
CR4>0,75 menunjukkan struktur yg oligopoli atau monopoli

itu, semakin panjang jalur distribusi menimbulkan risiko terhadap inflasi bila terjadi permasalahan pada titik-titik jalur distribusi. Asesmen terhadap jalur distribusi menunjukkan bahwa komoditas pertanian (beras dan cabe merah) mempunyai mata rantai distribusi yang lebih panjang karena melibatkan pedagang pengepul/tengkulak⁷⁷ dengan margin keuntungan terbesar di tingkat pedagang.⁷⁸ Sementara itu, untuk komoditas pangan strategis lainnya permasalahan tata niaga terletak pada sistem lelang yang berlaku. Dalam hal ini pemenang lelang didominasi oleh distributor/pedagang besar.

Permasalahan distribusi dapat ditinjau dari perspektif ekonomi regional, seperti diketahui bahwa tingginya inflasi komoditas pangan di beberapa daerah terutama

77 Jalur distribusi komoditas pertanian umumnya meliputi: petani, pedagang pengepul/tengkulak, pedagang besar, pedagang pengecer dan konsumen. Sebagian besar responden (84% untuk beras dan 73% untuk cabe merah) lebih menyukai menjual produksinya kepada pengepul/tengkulak setempat dengan alasan kemudahan penjualan karena pengepul mengambil di tempat (“Peran Distribusi Pembentukan Harga Komoditas Pangan”. Bank Indonesia, 2008).

78 Berdasarkan hasil survei tata niaga beras di Jawa Barat, Sumatera Barat, DI. Yogyakarta dan Sulawesi Selatan, margin keuntungan terbesar di tingkat pedagang (“Seminar Inflasi Dari Sisi Penawaran”, Bank Indonesia, 16 Oktober 2008).



Grafik 3.15 Perkembangan Harga Komoditas Internasional dan Harga Komoditas Domestik

disebabkan oleh ketergantungan yang cukup tinggi terhadap pasokan dari daerah lain, terutama Jawa. Hal ini karena produksi bahan makanan dan makanan jadi relatif terbatas di daerah. Selain itu, rantai distribusi cukup panjang dengan peranan distributor dan pedagang pengumpul (pengepul) di daerah sangat dominan dalam mekanisme pembentukan harga terutama komoditas pangan. Selain itu, kondisi geografis Indonesia menimbulkan potensi permasalahan terkait dengan kelancaran arus distribusi barang secara umum.

Permasalahan utama tersebut masih ditambah dengan keterbatasan pasokan domestik dan sentra produksi yang tidak merata. Masih besarnya ketergantungan pada produk impor dan kendala ketersediaan pasokan barang antar waktu untuk komoditas tertentu menyebabkan inflasi masih cenderung bergejolak. Kondisi rasio antar produksi dan konsumsi yang cukup tipis dan ketergantungan beberapa komoditas pangan strategis terhadap impor menyebabkan perkembangan harga komoditas tersebut sangat rentan terhadap gejolak baik yang berasal dari faktor domestik maupun eksternal. Di samping itu, rendahnya produksi beberapa komoditas pangan menyebabkan beberapa komoditas tersebut masih tergantung pada impor sehingga rentan terhadap perkembangan harga internasional, seperti tepung terigu, kedelai, dan pakan ternak⁷⁹ dan daging sapi. Selain itu, perkembangan harga beberapa komoditas pangan masih rentan terhadap fluktuasi produksi yg terkait dengan siklus panen dan gejolak domestik sehingga dalam hal ini manajemen stok dan produksi

yang baik sangat diperlukan. Hal tersebut dimaksudkan agar pasokan barang dapat tersedia secara lebih merata sepanjang waktu sehingga tidak terjadi lonjakan harga yang berlebihan. Ketersediaan pasokan dari dalam negeri (produksi lokal) juga perlu memerhatikan kualitas produksi sehingga dapat mengurangi ketergantungan terhadap impor yang disebabkan tidak sesuai kualitas yang disediakan oleh produk dalam negeri. Di samping itu, penyebaran sentra produksi yang tidak merata dapat meningkatkan biaya distribusi dan risiko harga. Pada beberapa produk seperti sentra produksi gula pasir sebagian besar berpusat di pulau Jawa, terutama di wilayah Indonesia Timur.

Dengan memerhatikan berbagai permasalahan di atas, upaya untuk meningkatkan efektivitas pencapaian sasaran inflasi sangat tergantung pada perbaikan kualitas koordinasi lintas instansi serta penguatan struktur industri. Hal ini mengingat inflasi yang rendah dan stabil tidak semata-mata dapat dicapai dengan hanya mengelola sisi permintaan agregat melalui kebijakan moneter oleh Bank Indonesia, namun lebih dari itu, diperlukan dukungan kebijakan pemerintah, baik dari sisi fiskal maupun sektoral, yang konsisten untuk mendukung tercapainya sasaran inflasi tersebut. Langkah lain yang perlu diprioritaskan adalah revitalisasi atau penguatan struktur industri untuk meningkatkan efisiensi dan mengurangi ketergantungan impor (swasembada) guna mengurangi dampak dari fluktuasi harga komoditas internasional terhadap kenaikan komoditas tertentu di dalam negeri yang dinilai strategis.

⁷⁹ Sebagai salah satu komponen biaya produksi daging dan telur ayam. Perkembangan harga pakan ternak akan memengaruhi harga komoditas tersebut.

Pada tahun 2009, *stance* kebijakan moneter cenderung longgar sebagai salah satu wujud komitmen Bank Indonesia untuk memberikan stimulus bagi pemulihan ekonomi serta membangun pondasi yang kokoh bagi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan ke depan. Kebijakan tersebut ditempuh di tengah tekanan yang cukup besar di sisi stabilitas sistem keuangan sehingga berbagai kebijakan pelonggaran yang berlaku sejak triwulan akhir tahun 2008 tetap dipertahankan, bahkan diperkuat untuk tetap menjaga berfungsinya pasar uang. Berbagai hal ini dimungkinkan untuk dilakukan di tengah tekanan inflasi yang menurun. Dengan berbagai kebijakan yang ditempuh baik dari sisi moneter maupun fiskal, perekonomian Indonesia mencatatkan pertumbuhan yang positif, lebih baik dari berbagai negara yang saat ini masih dihadapkan pada pertumbuhan negatif. Sementara itu, neraca pembayaran mencatatkan surplus, nilai tukar rupiah mengalami penguatan, dan inflasi berada di bawah kisaran sasarannya.

Namun demikian, di tengah berbagai capaian yang cukup menggembirakan tersebut, perekonomian Indonesia masih menyimpan beberapa permasalahan struktural. Permasalahan tersebut perlu mendapat perhatian khusus karena berpotensi mengganggu pencapaian kinerja ekonomi di tahun mendatang. Beberapa persoalan utama di sisi kebijakan moneter adalah aliran modal asing, transmisi kebijakan moneter, dan sisi penawaran.

Tingginya aliran modal asing dapat diibaratkan sebagai pisau bermata dua. Di satu sisi, kehadirannya sangat diharapkan karena menjadi penyangga bagi pasokan

valas domestik sehingga mencegah tekanan pada nilai tukar, dan pada gilirannya pencapaian inflasi. Namun di sisi lain, kehadiran aliran modal dapat dianggap sebagai permasalahan, terutama manakala terjadi perubahan persepsi global yang mengakibatkan aliran modal keluar dan sulit untuk masuk lagi. Oleh karena itu, kebijakan makroekonomi yang kondusif dan terkoordinasi diharapkan dapat mengelola ekspektasi inflasi maupun persepsi pasar atas kondisi perekonomian dengan baik sehingga mampu memperbaiki struktur aliran modal asing yang dapat mendukung kegiatan ekonomi secara berkesinambungan. Di antara proses tersebut, pencermatan dan peran aktif otoritas diperlukan dalam menopang kondisi pasar valas domestik dan memfasilitasi penguatan infrastruktur yang mendukung pendalaman pasar keuangan.

Terkendalanya transmisi kebijakan di jalur suku bunga dan kredit bersumber dari naiknya risiko perekonomian. Hal tersebut mendorong perilaku perbankan untuk semakin *risk averse*. Hal tersebut tercermin pada kecenderungan perbankan untuk mempertahankan *spread* suku bunga kredit dan dana pada level yang tinggi serta menaikkan

standar kredit. Kondisi ini justru berpotensi menguatkan pelemahan permintaan kredit lebih lanjut, yang memang sudah terkoreksi dengan melambatnya pertumbuhan ekonomi. Sementara itu, masih besarnya ekspek likuiditas di perbankan nasional juga perlu dikelola karena berpotensi meningkatkan kompleksitas dan beban kebijakan moneter.

Terkait dengan permasalahan yang masih mengemuka di sisi penawaran, stimulus di sisi permintaan cenderung mendorong perekonomian menjadi mudah memanas dan rentan terhadap tekanan inflasi. Oleh karena itu, langkah yang perlu dikedepankan adalah penguatan koordinasi antara Bank Indonesia dengan Pemerintah. Koordinasi ini diperlukan terutama untuk memperkuat kelembagaan ekonomi dan mempercepat pembangunan infrastruktur terkait dengan upaya untuk meningkatkan kapasitas produksi dan perekonomian secara luas. Berbagai kompleksitas permasalahan kebijakan moneter tersebut perlu mendapat perhatian dan terus diupayakan jalan keluarnya sehingga membuka ruang bagi pengoptimalan peran kebijakan lainnya guna mendorong pertumbuhan ekonomi lebih lanjut.

Boks 3.1: Memasuki 5 Tahun Penerapan ITF di Indonesia: Keberhasilan dan Tantangan

Dalam kurun waktu sepuluh tahun terakhir, dalam situasi ekonomi yang juga belum sepenuhnya pulih dari permasalahan yang timbul sebagai akibat krisis keuangan global sejak tahun 2008, tantangan kebijakan moneter dengan ITF di Indonesia cenderung semakin berat. Berbagai tantangan muncul baik yang bersumber dari lingkup global, nasional, maupun regional. Dalam lingkup global, permasalahan muncul terkait dengan pengaruh krisis keuangan dan tingginya mobilitas arus dana jangka pendek yang sangat memengaruhi perkembangan nilai tukar. Selain itu, perubahan perilaku dalam sistem keuangan juga berpotensi meningkatkan kompleksitas pengendalian moneter. Dalam lingkup nasional, permasalahan muncul terkait dengan terjadinya fenomena eksekusi likuiditas dan fenomena kekakuan struktural di sisi suplai, yang secara fundamental mengganggu bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter dan memberikan tekanan terhadap stabilitas moneter. Sementara itu, dalam perspektif regional, permasalahan muncul terkait dengan tingginya persistensi inflasi di daerah yang antara lain dipicu oleh meningkatnya dinamika keuangan pemerintah daerah dan permasalahan pada arus distribusi barang antar-daerah. Dalam lingkungan yang sangat dinamis tersebut, tidak mudah bagi Bank Indonesia untuk mengarahkan inflasi pada sasarannya, dan dengan demikian membangun kredibilitas kebijakan moneter.

Berkaitan dengan berbagai dinamika tersebut, Bank Indonesia melakukan penelitian atas pelaksanaan ITF selama hampir 5 tahun terakhir.¹ Tujuan penelitian ini adalah untuk melakukan *review* komprehensif atas kinerja penerapan ITF di Indonesia serta memberikan masukan penyempurnaan strategi penerapan ITF di Indonesia ke depan. Secara khusus tujuan penelitian ini adalah untuk menjawab beberapa isu mendasar terkait dengan format ITF yang sesuai dengan karakteristik perekonomian Indonesia. Dengan merujuk pada lingkup studi sebelumnya mengenai penerapan ITF di beberapa negara, studi ini mencakup lima aspek dasar, yaitu sasaran inflasi, kerangka kerja kelembagaan, kerangka kerja operasional, koordinasi kebijakan, dan

kualitas analisis dan riset kebijakan. Pelaksanaan *review* dilakukan dengan membandingkan pencapaian kinerja penerapan ITF di Indonesia dengan kaidah atau prinsip dasar penerapan ITF, baik yang berakar pada kajian teoritis maupun *best practices* beberapa negara.

Keberhasilan dan Tantangan

Hasil *review* menunjukkan bahwa penerapan ITF di Indonesia selama hampir lima tahun terakhir sudah mencatat beberapa keberhasilan. Penerapan ITF sudah semakin tertata dan disertai dengan peningkatan kualitas, dalam artian sesuai dengan *best practices*, pemikiran teoritis, dan kondisi empiris di Indonesia. Secara umum, terkait dengan aspek-aspek dalam proses kegiatan pada umumnya (*business process as usual*), beberapa perkembangan positif telah terjadi, yaitu adanya penetapan dan pengumuman sasaran inflasi, penataan kerangka kerja kelembagaan dan operasional, peningkatan koordinasi kebijakan, dan peningkatan kualitas analisis dan riset kebijakan.

Dalam periode penerapan ITF tercatat pula pada beberapa perbaikan aspek fundamental yang bersifat substantif, yang membedakan manfaat keberadaan ITF dengan kerangka kerja kebijakan yang lain, yaitu adanya (i) pematangan eksistensi kelembagaan, (ii) kejelasan sinyal kebijakan, dan (iii) peningkatan kredibilitas kebijakan.

Pematangan Eksistensi Kelembagaan

Sejalan dengan penataan dan penguatan kerangka kerja kelembagaan ITF, seperti independensi, akuntabilitas, dan transparansi, Bank Indonesia telah berubah dari sebuah organisasi yang awalnya lebih berorientasi ke dalam menjadi organisasi yang lebih berorientasi ke luar. Dalam kaitan ini, muncul kesadaran akan diperlukannya suatu upaya yang menumbuhkan sikap simbiosis mutualisme antara Bank Indonesia dan publik, dimana keterbukaan dan komunikasi diharapkan menjadi pilar utama dalam pembangunan kredibilitas kebijakan Bank Indonesia sebagai bank sentral. Fakta tersebut didukung oleh beberapa pengamatan.

1 Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter (2009), "Review Penerapan *Inflation Targeting Framework (ITF)* di Indonesia", Working Paper, Desember.

Pertama, hasil survei kinerja Bank Indonesia secara umum menyebutkan bahwa kepuasan responden terhadap komunikasi kebijakan moneter sudah baik. Sebagian besar responden (57%) mengatakan puas terhadap proses komunikasi kebijakan moneter. Dengan perkembangan positif tersebut diharapkan bahwa respons kebijakan moneter Bank Indonesia dapat dimaknai secara lebih positif oleh publik.

Kedua, terkait dengan kerangka kerja kelembagaan, hasil analisis FSAP – IMF pada tahun 2009 menyatakan bahwa transparansi kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia dikategorikan cukup tinggi (*reasonably high*). Penilaian ini didasarkan kepada empat kriteria yaitu: (i) tujuan kebijakan telah dinyatakan dengan jelas pada Undang Undang Bank Indonesia; (ii) UU Bank Indonesia juga telah menjamin independensi bank sentral; (iii) kerangka *inflation targeting* yang berkomitmen untuk meningkatkan komunikasi dengan publik; dan (iv) tentang adanya ketentuan dan peraturan yang menjamin integritas pegawai Bank Indonesia.

Kejelasan Sinyal Kebijakan

Sejalan dengan penyempurnaan yang dilakukan secara bertahap hingga saat ini, baik pada penetapan suku bunga sasaran operasional maupun instrumen pasar uang lainnya, tatanan kerangka operasional kebijakan moneter saat ini relatif sudah berkembang dengan lebih baik sesuai dengan pemikiran teoritis maupun *best practices*. Kondisi ini menyebabkan sinyal kebijakan moneter mampu dibaca secara lebih baik oleh pasar. Hal ini berbeda dengan kondisi sebelum penerapan ITF dimana signal kebijakan Bank Indonesia yang masih menggunakan uang primer secara umum tidak dapat ditangkap oleh pasar secara tepat, sehingga dalam kondisi tertentu cenderung tidak mengubah atau bahkan memperburuk ekspektasi inflasi.

Salah satu contoh positif penerapan ITF adalah pemberian sinyal kebijakan moneter ketat melalui BI Rate sejak Juli 2005 (menjelang diumumkannya kenaikan harga BBM pada bulan Oktober 2005) yang direspon pelaku ekonomi secara positif. Hal ini tercermin pada meredanya ekspektasi depresiasi dan menurunnya ekspektasi inflasi pasca kenaikan harga BBM. Kejadian tersebut menunjukkan bahwa penyampaian sinyal kebijakan yang jelas dan dikemas dengan strategi komunikasi yang tepat telah berhasil menumbuhkan pemahaman yang positif mengenai langkah kebijakan

Bank Indonesia, dan sekaligus memengaruhi ekspektasi masyarakat akan prospek ekonomi dan arah kebijakan ke depan.

Peningkatan Kredibilitas Kebijakan

Sejalan dengan penerapan ITF, kredibilitas kebijakan moneter mengalami peningkatan. Beberapa indikator berikut mendukung kesimpulan tersebut.

Pertama, pengamatan baik melalui survei maupun pengujian empiris menunjukkan sedang atau telah terjadinya pergeseran perilaku pembentukan ekspektasi inflasi publik yang semula cenderung *backward looking* menjadi cenderung *forward looking*; dan hal ini berpengaruh positif pada penurunan derajat persistensi inflasi. Kondisi tersebut didukung oleh hasil pengujian empiris yang menunjukkan bahwa selama penerapan ITF derajat kredibilitas kebijakan moneter telah meningkat dua kali lipat, walaupun masih belum sepenuhnya kredibel (*imperfect credibility*).

Kedua, sejalan dengan pemupukan kredibilitas yang telah diupayakan, pengumuman *stance* kebijakan Bank Indonesia yang dilakukan secara reguler melalui penetapan BI Rate menjadi salah satu indikator ekonomi sangat penting diacu oleh para pelaku di pasar uang dan kalangan dunia usaha secara luas.

Di luar catatan keberhasilan tersebut, ke depan beberapa penyempurnaan ITF penting dilakukan, khususnya terkait dengan adanya perubahan perilaku dalam sistem keuangan serta peran ITF dalam merespons situasi krisis keuangan global dewasa ini, yang antara lain disertai dengan fenomena ekspek likuiditas dan kekakuan struktural di sisi penawaran (*structural rigidity*). Yang juga penting adalah bagaimana manfaat keberadaan ITF selanjutnya dapat direfleksikan ke dalam pembangunan ekonomi dalam perspektif regional. Permasalahan-permasalahan tersebut pada akhirnya telah menjadikan dimensi pengelolaan kebijakan moneter di Indonesia menjadi semakin kompleks.

Implikasi Kebijakan Jangka Pendek dan Pemikiran ke Depan

Implikasi kebijakan jangka pendek yang mendasar yang dapat ditarik dari pengamatan tersebut adalah terkait dengan perlunya fleksibilitas dan koordinasi kebijakan,

peningkatan pemahaman atas peran penting sektor keuangan, perlunya memperhitungkan pengaruh regional dari kebijakan moneter, serta penguatan strategi komunikasi kebijakan moneter.

Krisis dan perubahan perilaku di sektor keuangan yang terjadi dewasa ini menuntut Bank Indonesia untuk lebih fleksibel dan kreatif dalam merespon ketidakpastian yang muncul dalam perekonomian dan berada di luar keyakinan umum. Kebijakan parsial yang hanya mengedepankan stabilitas harga saja, akan dapat mengakibatkan pengelolaan stabilitas makroekonomi menjadi kurang optimal. Hal ini berimplikasi bahwa formulasi kebijakan moneter oleh Bank Indonesia perlu semakin mempertimbangkan peran dan dinamika sistem keuangan, yaitu dengan mengakomodir indikator kestabilan keuangan dan memiki horison *forward looking* lebih panjang.

Pengalaman krisis ekonomi global juga menunjukkan bahwa kebijakan *quantitative easing* yang diterapkan oleh banyak bank sentral telah memberikan indikasi bahwa besaran moneter, seperti kredit dan uang beredar, mempunyai peranan yang penting dalam mendukung stabilisasi pasar keuangan dan perekonomian secara keseluruhan di masa krisis. Untuk itu, formulasi kebijakan moneter Bank Indonesia perlu semakin memberikan perhatian terhadap perkembangan besaran moneter agar perkembangannya sesuai dengan kondisi fundamental perekonomian.

Selain itu, adanya perbedaan karakteristik perekonomian daerah juga mempunyai implikasi penting pada pelaksanaan kebijakan moneter. Oleh karena itu, formulasi kebijakan moneter juga mempertimbangkan perkembangan ekonomi daerah.

Hal yang tidak kalah pentingnya adalah perlunya dukungan strategi komunikasi kebijakan yang baik. Komunikasi kebijakan moneter tidak lagi semata-mata untuk kepentingan transparansi dan akuntabilitas, namun lebih sebagai sebuah instrumen kebijakan moneter yang sangat berperan.

Sejalan dengan implikasi kebijakan jangka pendek tersebut, dalam perspektif kebijakan ke depan, krisis dan perubahan perilaku di sektor keuangan memberikan justifikasi terhadap perlunya penerapan ITF yang tidak kaku (*flexible* ITF), tidak hanya dilihat dari tataran strategis, namun juga tataran operasional, sebagai format yang ideal untuk perekonomian Indonesia. Dalam konteks ini, Bank Indonesia akan memerhatikan beberapa aspek dalam penerapan *flexible* ITF di Indonesia ke depan. *Pertama*, bahwa di dalam upaya pencapaian stabilitas harga, akan dipertimbangkan pula sisi stabilitas sistem keuangan dalam formulasi kebijakan moneter. Secara khusus, dalam konteks Indonesia, indikator stabilitas sistem keuangan dimaksud terutama mencakup stabilitas nilai tukar dan perkembangan harga saham maupun obligasi. *Kedua*, di samping tetap menggunakan instrumen suku bunga dan pengelolaan likuiditas, implementasi kebijakan moneter akan diperkuat dengan instrumen regulasi di sektor keuangan secara makro (*macroprudential regulatory framework*). Perlu ditekankan bahwa pertimbangan aspek stabilitas sistem keuangan dalam formulasi dan penerapan kebijakan moneter akan tetap dilakukan dengan mengacu pada kerangka kelembagaan maupun kerangka operasional yang telah baik selama ini, sehingga kredibilitas kebijakan moneter tetap terjaga.

Boks 3.2: Ekses Likuiditas dan Implikasinya Terhadap Perekonomian

Kondisi global saat ini diwarnai berbagai permasalahan, diantaranya ekses likuiditas, sebagai konsekuensi respon terhadap krisis global yang terjadi tahun 2008 oleh beberapa bank sentral terkemuka di dunia. Hal ini antara lain tercermin pada besarnya posisi intrumen pasar terbuka (OPT) bank sentral, yang mencerminkan jumlah kelebihan likuiditas yang harus dikendalikan bank sentral.

Fenomena serupa juga terlihat di beberapa negara di kawasan Asia seperti Korea Selatan, China, dan Thailand meski dengan penyebab yang berbeda. Ekses likuiditas di negara-negara tersebut lebih disebabkan oleh upaya menjaga apresiasi nilai tukar yang berlebihan sejalan dengan meningkatnya arus masuk modal asing. Kondisi ekses likuiditas yang besar juga dialami oleh negara berkembang di kawasan lain seperti Mesir dan Turki sebagai dampak dari tingginya defisit fiskal di kedua negara tersebut. Sementara itu, ekses likuiditas yang terjadi di negara maju seperti Amerika Serikat dan Inggris lebih terkait dengan bantuan likuiditas dari bank sentral dalam upaya penanganan krisis keuangan pada tahun 2008, serupa dengan yang terjadi di Indonesia pada saat krisis sekitar sepuluh tahun yang lalu. Berbeda dengan di negara berkembang yang tercermin di posisi OPT, ekses likuiditas di kedua negara maju tersebut tercermin pada saldo simpanan bank dan lembaga keuangan bukan bank di bank sentral. Posisi OPT di kedua negara tersebut belum terlihat meningkat disebabkan oleh belum dilakukannya kebijakan *exit policy* (penyerapan kembali ekses likuiditas).

Kondisi ekses likuiditas di Indonesia cukup tinggi, namun relatif lebih rendah dibandingkan dengan negara kawasan. Pada awalnya ekses likuiditas ini bersumber dari penanganan krisis ekonomi 1997/1998 berupa pemberian Bantuan Likuiditas Bank Indonesia (BLBI) akibat adanya penarikan dana masyarakat dari perbankan yang besar. Guna menangkal dampak negatif dari penambahan likuiditas yang tinggi di masyarakat tersebut, Bank Indonesia mengelola likuiditas sedemikian rupa dengan menyerap kelebihan likuiditas melalui kegiatan OPT dengan instrumen SBI.

Krisis telah menurunkan daya serap perekonomian sebagaimana tercermin dari menurunnya rata-rata pertumbuhan ekonomi, dari 7,2% (tahun 1990 hingga 1996) menjadi 5,1% (sejak 2000 hingga 2009). Rendahnya daya serap perekonomian tersebut berdampak pada permintaan uang atau likuiditas masyarakat yang lebih rendah dibanding sebelum krisis. Di sisi lain, perbankan juga menjadi cenderung lebih berhati-hati dan menghindari risiko (*risk averse*), sehingga penyaluran kredit menjadi lebih rendah dari yang diharapkan. Selain itu, perekonomian Indonesia juga menghadapi persoalan terbatasnya instrumen di pasar keuangan yang membatasi perbankan dan masyarakat untuk menanamkan kelebihan dananya di berbagai instrumen pasar keuangan. Terbatasnya instrumen pasar keuangan ini menyebabkan Bank Indonesia menjadi “*counterparty*” tunggal dalam menyerap ekses likuiditas perbankan untuk menjaga stabilitas moneter.

Tabel 1. Perbandingan Ekses Likuiditas dan Respon Kebijakan

	Indonesia	Thailand	Korea Selatan	Turki	Mesir	Amerika Serikat	Inggris
Total OPT (miliar dolar AS)	33.23	55.45	126.05	30.46	27.59 ^{1/}	977.0 ^{2/}	225.5 ^{3/}
OPT/PDB (%)	6.45	20.81	15.75	5.13	14.68	6.85	10.26
Surplus/defisit fiskal (%PDB)	-1.60	-5.30	-2.90	-6.70	-7.50	-10.20	-12.10
Cadangan Devisa (miliar dolar AS)	66.10	135.60	269.90	69.60	30.90	46.14	38.03

Keterangan:
Ekses likuiditas diproksi dari “bank’s claims” di Bank of Egypt
Ekses likuiditas diproksi dari posisi “deposits of depository institution” di Federal Reserve
Ekses likuiditas diproksi dari posisi “Sterling Reserve Balance” di Bank of England
Sumber: Bloomberg, CEIC, Central Bank websites, dan Moody’s Statistical Hanbooks, Country Credit 2009

Sementara itu, untuk mendukung kredibilitas Bank Indonesia dalam menjaga kepercayaan pelaku ekonomi dan kemampuan untuk membayar kewajiban luar negeri, sekaligus untuk meminimalkan volatilitas nilai tukar, Bank Indonesia perlu menjaga kecukupan cadangan devisa. Seiring dengan kegiatan ekonomi yang terus tumbuh positif, kebutuhan pembiayaan untuk impor cenderung meningkat signifikan sehingga diperlukan cadangan devisa yang lebih besar untuk menjaga pada level yang aman. Upaya untuk menjaga kecukupan cadangan devisa tersebut juga berimplikasi terhadap ekses likuiditas perbankan yang meningkat.

Ekses likuiditas yang tinggi tersebut apabila tidak dikelola dengan baik akan berdampak negatif bagi perekonomian. Ekses likuiditas dapat menjadi amunisi bagi kegiatan yang bersifat spekulatif khususnya di pasar valas. Dalam kondisi nilai tukar yang tertekan, kondisi tersebut dapat mengakselerasi volatilitas dan depresiasi nilai tukar rupiah. Selain itu, ekses likuiditas ini juga berpotensi mengurangi efektivitas kebijakan moneter untuk mencapai sasaran inflasi yang telah ditetapkan oleh Pemerintah. Pengalaman berbagai negara menunjukkan bahwa penyerapan ekses likuiditas perbankan oleh bank sentral terbukti mampu mengurangi tekanan terhadap nilai tukar dan selanjutnya berdampak positif terhadap inflasi.

Untuk mengatasi masalah ekses likuiditas tersebut, selain menggunakan instrumen OPT sejumlah bank sentral telah menempuh strategi penyerapan yang lebih permanen dan bersifat struktural. Hal ini antara lain ditempuh dengan meningkatkan rasio giro wajib minimum (GWM) terhadap perbankan, seperti yang dilakukan di China, dan sterilisasi di pasar valas secara periodik, seperti yang dilakukan di Korea Selatan dan Thailand. Korea Selatan dan Thailand mempunyai infrastruktur teknologi informasi arus modal yang baik, sehingga melakukan pengaturan terhadap arus modal yang masuk maupun yang keluar dari negara tersebut. Selain beberapa langkah tersebut, juga ditempuh

kebijakan struktural lainnya, seperti penerapan kesepakatan Treasury Single Account (TSA) secara murni antara bank sentral dan Pemerintah untuk mengatur ekses likuiditas perbankan dan penyerapan melalui instrumen bank sentral yang berjangka waktu lebih panjang untuk mengendalikan ekses likuiditas dalam jangka waktu yang lebih lama.

Di Indonesia, upaya untuk mengatasi ekses likuiditas juga dilakukan dengan dua strategi yaitu dengan OPT dan respons kebijakan yang bersifat struktural. Beberapa kebijakan yang bersifat struktural telah ditempuh oleh Bank Indonesia dan Pemerintah seperti penyesuaian GWM, sterilisasi valas, dan bersama dengan Pemerintah melaksanakan TSA sejak 2009. Dalam rangka untuk mengendalikan ekses likuiditas dalam jangka waktu yang lebih panjang sekaligus untuk mengembangkan pasar uang, Bank Indonesia juga menggunakan SBI dengan tenor yang lebih panjang (6 bulan).

Selain berbagai kebijakan di atas, kebijakan untuk meningkatkan kapasitas perekonomian dan pendalaman pasar keuangan juga diperlukan untuk mengurangi ekses likuiditas perbankan. Peningkatan kapasitas perekonomian dapat menciptakan tambahan permintaan likuiditas oleh masyarakat secara alamiah untuk pembiayaan ekonomi. Sehubungan dengan hal tersebut berbagai upaya untuk mendorong momentum pertumbuhan ekonomi yang antara lain melalui peningkatan kredit yang optimal perlu terus dilakukan. Dalam hubungan ini, upaya untuk memperkuat jembatan informasi antara perbankan dan pelaku ekonomi di sektor riil dalam bentuk pemanfaatan Sistem Infomasi Debitur (SID) menjadi sangat penting. Sementara itu, pendalaman pasar keuangan dilakukan melalui pengembangan infrastruktur transaksi dan mendorong terciptanya beragam instrumen di pasar keuangan sebagai alternatif penempatan ekses likuiditas, sekaligus untuk meningkatkan efisiensi pengelolaan likuiditas dan memperkuat manajemen risiko likuiditas perbankan.

