



BAB 5

Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter difokuskan untuk menjaga stabilitas perekonomian, khususnya nilai tukar, agar tetap terkendali di tengah ketidakpastian global yang meningkat. Kebijakan ditempuh melalui kenaikan suku bunga kebijakan secara *pre-emptive*, *front loading*, dan *ahead of the curve* guna mempertahankan daya tarik pasar keuangan domestik dan mengendalikan defisit transaksi berjalan dalam batas yang aman. Kebijakan moneter didukung kebijakan stabilisasi nilai tukar sesuai fundamental, strategi operasi moneter untuk menjaga kecukupan likuiditas, penguatan Jaring Pengaman Keuangan Internasional untuk ketahanan eksternal, dan koordinasi dengan Pemerintah dan otoritas terkait.

Bab 5

Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter difokuskan untuk menjaga stabilitas perekonomian, khususnya nilai tukar, di tengah kondisi ketidakpastian perekonomian global yang meningkat. Perkembangan sampai triwulan III 2018 menunjukkan kenaikan Federal Funds Rate (FFR) di AS dan ketidakpastian pasar keuangan global telah menurunkan aliran masuk modal asing ke negara berkembang, termasuk Indonesia. Kondisi ini memberikan tantangan bagi kebijakan moneter di negara dengan perekonomian terbuka. Bersamaan dengan defisit transaksi berjalan yang melebar sejalan permintaan domestik yang tetap solid, aliran masuk modal asing yang berkurang pada gilirannya menurunkan kinerja neraca pembayaran Indonesia (NPI) dan meningkatkan tekanan kepada nilai tukar Rupiah. Tantangan ini terutama terlihat pada triwulan II dan III 2018, sehingga perlu direspons dengan segera karena berisiko mengganggu stabilitas perekonomian dan sistem keuangan serta momentum pemulihan ekonomi.

Berbagai strategi kebijakan moneter dioptimalkan untuk mendukung arah kebijakan tersebut. Strategi ditujukan untuk mempertahankan daya tarik pasar keuangan domestik dan mengendalikan defisit transaksi berjalan dalam batas yang aman. Suku bunga kebijakan, Bank Indonesia *7-Day (Reverse) Repo Rate* (BI7DRR), dinaikkan *175 basis points* (bps) sebagai langkah *pre-emptive, front loading, dan ahead of the curve* dari kebijakan moneter untuk menjaga daya tarik pasar keuangan domestik. Langkah terukur ini ditempuh untuk mengendalikan nilai tukar Rupiah, di samping tetap konsisten dengan upaya menjaga inflasi 2018-2019 agar terkendali sesuai sasaran $3,5\pm 1\%$. Kebijakan nilai tukar juga ditempuh untuk menjaga stabilitas nilai tukar sesuai nilai fundamentalnya, dengan tetap mendorong mekanisme pasar. Bank Indonesia juga memperkuat strategi operasi moneter guna menjaga kecukupan likuiditas pasar uang dan perbankan, yang menurun sejalan dampak aliran masuk modal asing yang berkurang. Upaya memperkuat jaring pengaman keuangan internasional (JPKI) turut ditempuh guna meningkatkan ketahanan sektor eksternal. Terakhir, koordinasi dengan Pemerintah dan otoritas terkait tetap dipererat guna meningkatkan efektivitas kebijakan moneter dalam menjaga stabilitas perekonomian.

Respons kebijakan moneter serta bauran kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia dan Pemerintah dalam perkembangannya dapat kembali memperkuat ketahanan eksternal, mengendalikan stabilitas perekonomian, dan menjaga momentum pertumbuhan ekonomi. Pada triwulan IV 2018, aliran masuk modal asing kembali meningkat dipengaruhi daya tarik aset keuangan domestik yang tinggi, stabilitas perekonomian yang terjaga, dan prospek perekonomian domestik yang tetap positif. Respons kebijakan juga mulai berdampak pada pengendalian impor, sehingga bersamaan dengan peningkatan aliran masuk modal asing turut mendorong Rupiah dalam tren menguat pada triwulan IV 2018. Sementara itu, inflasi 2018 terkendali sesuai dengan sasaran inflasi $3,5\pm 1\%$ dan mendukung pertumbuhan ekonomi tetap kuat. Perkembangan positif tersebut tidak terlepas dari transmisi kebijakan moneter yang berjalan baik dan stabilitas sistem keuangan yang terkendali.

5.1. Menaikkan Suku Bunga Kebijakan

Arah suku bunga kebijakan moneter pada 2018 diletakkan dalam kerangka menentukan kebijakan moneter yang optimal untuk negara dengan perekonomian terbuka. Formulasi suku bunga kebijakan secara independen ditempuh dengan mempertimbangkan dua elemen penting lainnya yakni aliran modal asing yang bergerak bebas dan nilai tukar yang tetap fleksibel. Sejalan dengan kerangka ini maka, satu sisi, suku bunga kebijakan diarahkan sedemikian rupa agar dapat menghasilkan *interest rate differential* yang memadai dan memberikan daya tarik bagi penanaman modal asing di aset pasar keuangan domestik. Sisi lain, suku bunga kebijakan juga terus konsisten dengan upaya menjaga inflasi sesuai dengan sasarannya. Sementara itu, kebijakan nilai tukar diarahkan untuk menjaga stabilitas nilai tukar di sekitar level fundamental, sehingga menjadi piranti untuk peredam gejolak perekonomian dari eksternal.

Kenaikan FFR yang berlanjut pada 2018 memberikan tantangan bagi kebijakan moneter di negara berkembang, termasuk Indonesia, dalam mengendalikan stabilitas perekonomian. Kenaikan FFR mengurangi daya tarik penanaman modal asing di negara berkembang. Aliran masuk modal asing ke negara berkembang yang

berkurang telah meningkatkan tekanan kepada mata uang negara berkembang, termasuk nilai tukar Rupiah. Tekanan terhadap nilai tukar Rupiah juga kuat karena saat bersamaan defisit transaksi berjalan Indonesia melebar sejalan pertumbuhan impor yang tinggi untuk pemenuhan permintaan domestik yang solid. Selain itu, ekspor yang menurun seiring dengan pertumbuhan ekonomi dunia yang melambat juga turut menekan kinerja transaksi berjalan.

Sejalan dengan kerangka kebijakan tersebut, Bank Indonesia menaikkan BI7DRR secara *pre-emptive*, *front loading* dan *ahead of the curve*. Langkah *pre-emptive* kenaikan BI7DRR berkaitan dengan respons Bank Indonesia yang *forward looking* dan antisipatif terhadap risiko kenaikan FFR dan ketidakpastian pasar keuangan global. Respons yang *front loading* bermakna bahwa besaran kenaikan suku bunga kebijakan telah memperhitungkan kemungkinan besaran kenaikan FFR sehingga sedemikian rupa perbedaan suku bunga yang terjadi akan tetap besar mempertahankan daya tarik aset domestik. Sementara respons yang *ahead of the curve* berkaitan dengan kondisi bahwa besaran kenaikan suku bunga kebijakan juga mengantisipasi kenaikan suku bunga negara berkembang lain sehingga daya tarik pasar keuangan domestik tetap kompetitif.

Kenaikan BI7DRR mulai ditempuh pada Mei 2018 sehingga secara kumulatif naik 175bps pada 2018 menjadi 6,00%. Bank Indonesia mulai menaikkan suku bunga kebijakan (BI7DRR) pada Mei 2018 sebesar 25 bps merespons kenaikan FFR dan ketidakpastian pasar keuangan global yang mulai meningkat. Bank Indonesia pada bulan yang sama kembali menaikkan BI7DRR sebesar 25 bps menjadi 4,75%, yang diputuskan pada Rapat Dewan Gubernur Tambahan mempertimbangkan tekanan dari eksternal yang makin kuat. Pada Juni 2018, Bank Indonesia kembali menaikkan BI7DRR lebih besar yakni 50 bps dengan pertimbangan ketidakpastian global yang makin tinggi dipicu kenaikan FFR yang diperkirakan lebih agresif, harga minyak yang meningkat, dan ketegangan hubungan dagang AS-Tiongkok. Pada triwulan III 2018, Bank Indonesia kembali menaikkan BI7DRR, namun dengan intensitas yang lebih rendah seiring dengan tekanan dan ketidakpastian global yang tidak setinggi pada triwulan sebelumnya. Pada awal triwulan IV 2018, seiring dengan ketidakpastian global yang berkurang, Bank Indonesia hanya menaikkan BI7DDR sebesar 25 bps. Secara keseluruhan, kenaikan suku bunga kebijakan dapat mengarahkan suku bunga domestik tetap menarik

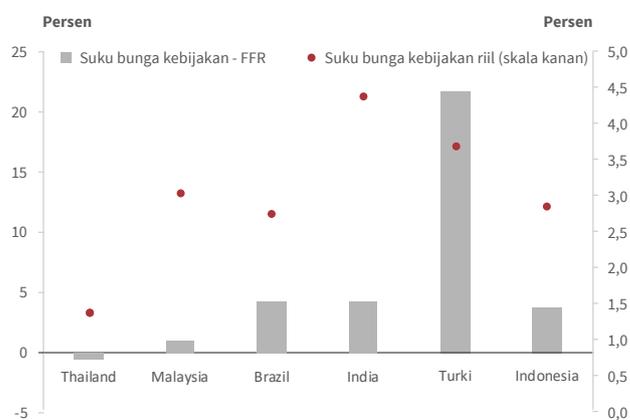
tergambar pada *interest rate differential* yang tinggi (Grafik 5.1).

5.2. Mengendalikan Nilai Tukar Sesuai Fundamental

Respons kebijakan suku bunga didukung kebijakan untuk stabilitas nilai tukar Rupiah sesuai nilai fundamentalnya, dengan tetap mempertahankan fleksibilitas dan mendorong mekanisme pasar. Arah kebijakan nilai tukar ditujukan agar penyesuaian perekonomian di tengah ketidakpastian global dapat berjalan baik dan mendukung kesinambungan pertumbuhan ekonomi. Stabilitas nilai tukar di tengah ketidakpastian global juga menjadi penting karena tidak hanya akan meminimalkan risiko ekspektasi depresiasi yang berlebihan, tetapi juga untuk menghindari risiko berlanjutnya tekanan kepada stabilitas harga dan sistem keuangan.

Arah kebijakan stabilisasi nilai tukar Rupiah dilakukan melalui dua strategi. Pertama, kebijakan ditempuh melalui strategi optimalisasi intervensi ganda (*dual intervention*) di pasar valas dan di pasar surat berharga negara (SBN). Satu sisi, strategi *dual intervention* dilakukan melalui intervensi jual di pasar valas guna meminimalkan fluktuaksi berlebihan nilai tukar Rupiah. Sisi lain, intervensi juga dilakukan dengan pembelian SBN di pasar sekunder guna menjaga kecukupan likuiditas Rupiah yang berkurang pada saat dilakukan intervensi di pasar valas. Kedua, kebijakan dilakukan melalui pengelolaan likuiditas di pasar valas, sehingga tetap berkecukupan dan tidak menimbulkan tekanan nilai tukar secara berlebihan.

Grafik 5.1. *Interest Rate Differential* dan Suku Bunga Riil



Sumber: CEIC

Kebijakan nilai tukar Rupiah juga didukung oleh upaya pendalaman pasar keuangan baik di pasar Rupiah maupun valas. Hal itu antara lain melalui berbagai kebijakan pengembangan instrumen lindung nilai, seperti *overnight index swap* (OIS), *interest rate swap* (IRS), *domestic non-deliverable forward* (DNDF), dan kebijakan yang mendukung efektifitas transaksi lindung nilai seperti penghapusan kewajiban penyediaan agunan kas untuk transaksi *structured product*. Pemberlakuan transaksi DNDF yang secara efektif dimulai pada 1 November 2018, secara tidak langsung memengaruhi pergerakan nilai tukar Rupiah menjadi lebih stabil, dengan tersedianya fasilitas lindung nilai tersebut di dalam negeri dan semakin bertambahnya pelaku pasar yang bertransaksi DNDF. Penerbitan DNDF memberikan alternatif tambahan kepada pelaku pasar dalam bertransaksi di pasar valas, setelah sebelumnya lebih banyak bertumpu kepada transaksi di pasar *spot*. Alternatif instrumen yang lebih luas kemudian mengurangi permintaan valas di pasar *spot*, yang pada gilirannya berkontribusi membuat ekspektasi pembentukan harga pasar valas domestik menjadi lebih efisien, termasuk mengurangi peran pasar NDF *off-shore* yang sebelumnya banyak dijadikan acuan harga. Berbagai perkembangan positif ini pada akhirnya memengaruhi stabilitas nilai tukar Rupiah.

Kebijakan nilai tukar juga didukung upaya memperkuat kecukupan likuiditas di pasar valas domestik sehingga meminimalkan risiko lanjutan kepada nilai tukar Rupiah. Bank Indonesia melakukan penyesuaian ketentuan dan fitur transaksi sejumlah instrumen kebijakan. Beberapa penyesuaian tersebut yakni penetapan premi swap yang lebih efisien dan perluasan *underlying* transaksi swap lindung nilai kepada Bank Indonesia dengan memasukkan bukti transfer devisa hasil ekspor (DHE). Bank Indonesia juga menyesuaikan nominal minimum transaksi swap lindung nilai kepada Bank Indonesia dari 10 juta dolar AS menjadi 2 juta dolar AS. Terkait instrumen lindung nilai, Bank Indonesia melakukan komunikasi yang lebih luas kepada eksportir atau nasabah melalui sosialisasi, serta melalui publikasi rencana dan hasil lelang instrumen valas pada situs web Bank Indonesia untuk mendorong perkembangan transaksi lindung nilai valuta asing di pasar valas domestik.

5.3. Menjaga Kecukupan Likuiditas

Arah kebijakan moneter ditopang strategi operasional kebijakan moneter untuk menjaga kecukupan likuiditas

di pasar uang dan perbankan. Kebijakan ditempuh mempertimbangkan bahwa penurunan aliran masuk modal asing akan menurunkan kondisi likuiditas pasar uang dan perbankan. Perkembangan ini perlu diantisipasi karena akan dapat memengaruhi ketahanan perbankan, khususnya terhadap kecukupan likuiditas, mengingat pada sisi lain pertumbuhan kredit dalam tren meningkat. Antisipasi perlu juga dilakukan karena perkembangan ini dapat memengaruhi stabilitas sistem keuangan.

Sejalan dengan arah operasional kebijakan moneter tersebut, Bank Indonesia pada triwulan II dan III 2018 menempuh beberapa strategi untuk memastikan ketersediaan likuiditas di pasar uang dan pasar valas di tengah tekanan global yang meningkat. Dalam periode ini, Bank Indonesia menambah frekuensi lelang instrumen *reverse repo* surat berharga negara (RR SBN) berjangka pendek, yaitu tenor 1 minggu, 2 minggu, dan 1 bulan, guna mendukung penyesuaian profil likuiditas perbankan. Untuk instrumen RR SBN 1 minggu, penambahan frekuensi lelang dilakukan dari dua kali seminggu menjadi tiga kali seminggu sejak April 2018, dan kemudian menjadi setiap hari sejak September 2018. Sementara itu, frekuensi lelang RR SBN 2 minggu dan 1 bulan dibuat lebih fleksibel mengikuti kebutuhan likuiditas perbankan.

Bank Indonesia juga melakukan optimalisasi instrumen RR SBN dalam operasi pasar terbuka (OPT). Selain untuk menjaga kecukupan likuiditas, strategi ini juga bertujuan untuk memperkuat langkah penggunaan SBN sebagai instrumen OPT, mendorong konsolidasi pasar surat utang, dan meningkatkan pendalaman pasar uang. Optimalisasi RR SBN dilakukan dengan cara mendorong perpanjangan tenor RR SBN secara bertahap. Bank Indonesia melelang RR SBN 6 bulan menggantikan sertifikat deposito Bank Indonesia (SDBI) 6 bulan pada awal Juli 2018. Selain itu, untuk mendukung upaya meningkatkan aliran modal masuk, Bank Indonesia juga menempuh reaktivasi lelang sertifikat Bank Indonesia (SBI) untuk tenor 9 bulan dan 12 bulan pada Juli 2018. Selanjutnya, Bank Indonesia melelang RR SBN 9 bulan menggantikan SBI 9 bulan pada akhir September 2018. Melalui strategi ini, Bank Indonesia telah menggunakan instrumen RR SBN untuk sebagian besar operasinya, yaitu dari tenor 1 minggu hingga 9 bulan.

Pada triwulan IV 2018, strategi operasi moneter mulai diarahkan untuk mendukung pembiayaan ekonomi, dengan tetap menjaga stabilitas perekonomian. Arah

kebijakan ini ditempuh dengan mempertimbangkan stabilitas perekonomian yang kembali terkendali sehingga memberikan ruang bagi implementasi strategi ini. Pada periode ini, Bank Indonesia menerapkan penguatan operasi moneter dengan membuka akses yang lebih luas bagi perbankan dalam meningkatkan likuiditas. Strategi ditempuh dengan tetap melanjutkan penguatan operasi moneter yang diterapkan pada periode sebelumnya, termasuk *fine tune operation* dan lelang *foreign exchange (FX) swap*.

Strategi operasional kebijakan untuk menjaga kecukupan likuiditas diperkuat dengan kebijakan peningkatan porsi giro wajib minimum (GWM) rata-rata. Pada 2018, porsi GWM rata-rata dua kali ditingkatkan yakni pada Juli 2018 dari 1,5% menjadi 2% dan kembali ditingkatkan pada Desember 2018 menjadi 3%.¹ Kebijakan kedua adalah langkah kelanjutan dari reformasi kerangka operasional kebijakan moneter, yang ditempuh guna meningkatkan fleksibilitas pengelolaan likuiditas oleh perbankan, mendorong fungsi intermediasi perbankan, dan mendukung upaya pendalaman pasar keuangan (Lihat Boks 5.1. Implementasi Giro Wajib Minimum Rata-rata).

Hasil studi Bank Indonesia menunjukkan implementasi GWM rerata cukup efektif memengaruhi fleksibilitas pengelolaan likuiditas bank. Hal ini tergambar pada peningkatan pemanfaatan oleh bank dan berkurangnya tingkat volatilitas suku bunga PUAB. Pemanfaatan GWM Rupiah rata-rata oleh bank sejak penambahan porsi GWM rata-rata pada Juli 2018 telah meningkat. Sementara itu, GWM valas rata-rata sebesar 2% yang berlaku sejak 1 Oktober 2018 sudah mulai dimanfaatkan oleh bank. Secara rerata, jumlah bank yang memanfaatkan GWM rata-rata menjadi 42 bank sepanjang Juli-Desember 2018, meningkat dari 28 bank pada periode sebelum Juli 2018.

Bersamaan dengan strategi untuk menjaga kecukupan likuiditas, Bank Indonesia juga menerbitkan instrumen keuangan syariah berupa sertifikat deposito berbasis syariah dan sukuk Bank Indonesia (SukBI). Instrumen SukBI yang dilelang perdana pada 21 Desember 2018 merupakan sukuk dengan menggunakan *underlying asset* berupa surat berharga berdasarkan prinsip syariah milik Bank Indonesia. SukBI akan menggantikan instrumen *reverse repo* surat berharga syariah negara (SBSN). Keunggulan SukBI dibandingkan dengan instrumen *reverse repo*, antara lain, kepemilikan SBSN atau surat

perbendaharaan negara syariah (SPNS) yang menjadi *underlying* SukBI tidak berpindah (dijual) ke bank. Keunggulan lainnya, SukBI tidak menggunakan akad *wa'd* (janji untuk menjual kembali) dengan Bank Indonesia, sehingga lebih fleksibel untuk ditransaksikan. Fitur instrumen SukBI yang lebih fleksibel memungkinkan pelaksanaan OPT Syariah dilakukan dengan tenor yang lebih lengkap, sehingga mendukung pengelolaan likuiditas bank.²

Berbagai strategi operasi moneter mendukung kecukupan likuiditas perbankan. Perkembangan ini salah satunya terlihat dari indikator rasio operasi moneter (OM) ditambah kepemilikan perbankan terhadap SBN yang masih memadai. Satu sisi, posisi OM kontraksi dan rasionya terhadap DPK Rupiah sebagai salah satu indikator likuiditas perbankan yang sempat menurun pada triwulan II dan III 2018, kembali meningkat pada triwulan IV 2018.³ Posisi OM kontraksi dan rasionya terhadap DPK Rupiah, yang pada akhir triwulan II dan III 2018 menurun menjadi 392,4 triliun Rupiah (8,5% dari DPK) dan 302,0 triliun Rupiah (6,5% dari DPK), kembali membaik menjadi 382,8 triliun Rupiah (7,9% dari DPK) pada triwulan IV 2018. Sisi lain, kepemilikan SBN oleh perbankan pada 2018 meningkat, sehingga tetap menunjukkan ketahanan likuiditas perbankan. Dengan perkembangan ini, gabungan posisi OM kontraksi ditambah kepemilikan perbankan pada SBN yang juga sempat menurun pada triwulan II (853,6 triliun Rupiah; 18,5% dari DPK) dan triwulan III 2018 (923,0 triliun Rupiah; 19,8%), kembali membaik pada akhir 2018 (994,2 triliun Rupiah; 20,6%). Posisi OM kontraksi ditambah kepemilikan perbankan pada SBN pada akhir 2018 meningkat dibandingkan dengan posisi akhir 2017 sebesar 962,8 triliun Rupiah (21,2%) (Grafik 5.2).

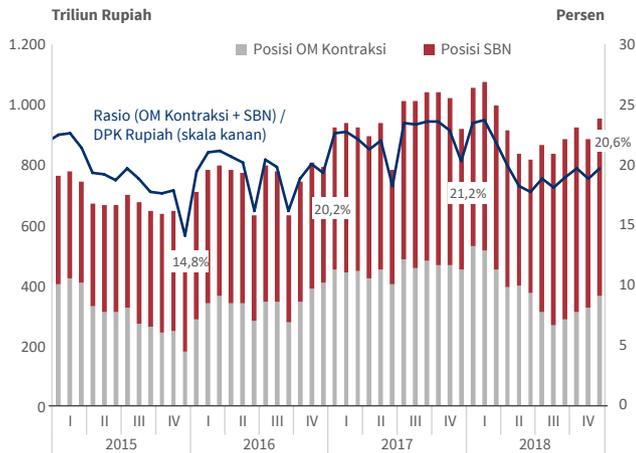
Secara keseluruhan, strategi kebijakan moneter di tengah ketidakpastian global tetap mengarahkan posisi uang primer (M0) selaras dengan kebutuhan ekonomi. Pada 2018, pertumbuhan M0 tercatat 6,8%, menurun dibandingkan dengan perkembangan 2017 sebesar 11,1% (Grafik 5.3). Dari sisi faktor yang memengaruhi, pertumbuhan uang primer yang menurun pada 2018 disebabkan baik oleh penurunan *net foreign asset* (NFA) dan *net domestic asset* (NDA). Rerata pertumbuhan NFA tercatat sebesar 3,6% pada 2018, lebih rendah dibandingkan dengan pertumbuhan 2017 sebesar 14,7%.

1 Peningkatan porsi pemenuhan GWM secara rata-rata tersebut tertuang dalam PADG No. 20/30/PADG/2018 tanggal 30 November 2018, berlaku sejak 1 Desember 2018.

2 Sukuk Bank Indonesia (SukBI) sebagai instrumen operasi moneter dan pasar uang syariah.

3 Posisi operasi moneter kontraksi menunjukkan total operasi moneter Bank Indonesia ke perbankan yang bersifat kontraktif.

Grafik 5.2. Posisi OM Kontraksi ditambah Kepemilikan Perbankan pada SBN



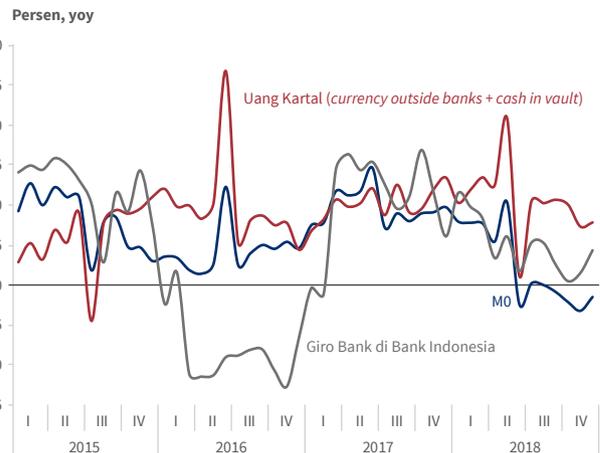
Sementara itu, rerata pertumbuhan NDA pada 2018 yaitu sebesar 5,6%, menurun dibandingkan dengan pertumbuhan 2017 yang sebesar 23,5% (Grafik 5.4).

5.4. Memperkuat Jaring Pengaman Keuangan Internasional

Kebijakan nilai tukar juga didukung berbagai upaya memperkuat ketahanan eksternal. Posisi cadangan devisa Indonesia tetap kuat, meskipun pada akhir 2018 tercatat 120,7 miliar dolar AS, lebih rendah dibandingkan dengan posisi pada akhir 2017 sebesar 130,2 miliar dolar AS. Posisi cadangan devisa pada akhir 2018 tersebut cukup untuk membiayai 6,7 bulan impor atau 6,5 bulan impor dan pembayaran utang luar negeri pemerintah, serta berada di atas standar kecukupan internasional sekitar tiga bulan impor. Posisi cadangan devisa tersebut juga diyakini mampu mendukung ketahanan sektor eksternal, serta menjaga stabilitas makroekonomi dan sistem keuangan.

Upaya memperkuat ketahanan eksternal juga ditempuh Bank Indonesia dengan memperkuat Jaring Pengaman Keuangan Internasional (JPKI). Penguatan JPKI dilakukan melalui kerja sama keuangan dengan otoritas moneter negara mitra atau lembaga internasional dalam bentuk *swap line* atau *credit line*. Kerja sama keuangan ditujukan guna mendukung pengelolaan cadangan devisa dalam rangka penyelesaian permasalahan neraca pembayaran atau kebutuhan likuiditas jangka pendek. Dalam

Grafik 5.3. Pertumbuhan Komponen Uang Primer



pelaksanaannya, fasilitas JPKI dapat digunakan baik untuk pencegahan krisis maupun penanganan krisis.

Indonesia telah memiliki fasilitas JPKI baik secara bilateral, regional, maupun multilateral, yang dilakukan oleh Bank Indonesia dan/atau Pemerintah Republik Indonesia. Secara bilateral, Bank Indonesia telah menjalin kerja sama JPKI dengan sejumlah bank sentral (Tabel 5.1). Kerja sama tersebut dilakukan dalam bentuk *bilateral swap arrangement* (BSA) dengan Bank of Japan (BoJ) dan *bilateral currency swap arrangement* (BCSA) dengan People’s Bank of China (PBoC).⁴ Selain itu, kerja sama dilakukan juga dalam bentuk *local currency bilateral swap agreement* (LCBSA) dengan Monetary Authority of Singapore (MAS). Pada tataran kerja sama regional, tersedia fasilitas JPKI dalam kerangka ASEAN

Grafik 5.4. Pertumbuhan Faktor yang Memengaruhi Uang Primer



4 BoJ bertindak sebagai agen Kementerian Keuangan Jepang.

swap arrangement (ASA) dan *Chiang Mai initiative multilateralization* (CMIM). Kerja sama ASA dan CMIM bertujuan untuk menyediakan likuiditas jangka pendek bagi negara anggota ASEAN. Selanjutnya, pada tataran multilateral, International Monetary Fund (IMF) juga mempunyai fasilitas keuangan dalam bentuk *flexible credit line* (FCL), *precautionary and liquidity line* (PLL), dan *stand by arrangement* (SBA) bagi seluruh anggota yang memenuhi kriteria.

Dalam tataran bilateral, Bank Indonesia berhasil memperkuat sejumlah kerja sama keuangan pada 2018. Bank Indonesia telah memperkuat kerja sama BSA dengan BoJ pada Oktober 2018, sehingga dapat

melakukan transaksi swap Rupiah dengan dolar AS dan/ atau yen Jepang, dari sebelumnya hanya dengan dolar AS. Pada 5 November 2018, Bank Indonesia menyepakati kerja sama keuangan dengan MAS dalam bentuk LCBSA dan *bilateral repo line* (BRL). Kerja sama dengan MAS ditujukan untuk mendukung stabilitas moneter dan keuangan, serta pembangunan ekonomi kedua negara. Selain itu, pada 16 November 2018, Bank Indonesia telah memperkuat kerja sama BCSA dengan PBoC yang meningkatkan nilai fasilitas dan memperpanjang masa berlaku.

Bank Indonesia juga menjalin kerja sama dengan bank sentral negara mitra untuk meningkatkan diversifikasi

Tabel 5.1. Kerja Sama Keuangan dalam rangka JPKI

Jenis Fasilitas	Tujuan	Nilai	Penandatanganan Perjanjian	Masa Berlaku	Keterangan
Bilateral					
BSA BI-BoJ	Kerja sama swap bilateral antara Rupiah dengan dolar AS dan/atau yen Jepang untuk mengatasi kesulitan likuiditas akibat permasalahan neraca pembayaran atau likuiditas jangka pendek	Komitmen BoJ: 22,76 miliar dolar AS	14 Oktober 2018	3 tahun	
BCSA BI-PBoC	Kerja sama swap bilateral antara Rupiah dengan yuan Tiongkok dalam rangka mengatasi kesulitan likuiditas jangka pendek, mendorong perdagangan dan investasi langsung bilateral kedua negara dan tujuan lainnya sesuai kesepakatan bersama	Komitmen Bank Indonesia dan PBoC masing-masing sebesar 30 miliar dolar AS	16 November 2018	3 tahun	Nilai fasilitas meningkat dari sebelumnya 15 miliar dolar AS. Fasilitas ini juga dapat ditujukan untuk fasilitas penyelesaian transaksi perdagangan dan investasi kedua negara.
LCBSA BI-MAS	Kerja sama swap bilateral antara Rupiah dengan dolar Singapura untuk mendapatkan akses likuiditas dalam valuta asing, apabila dibutuhkan, guna menjaga stabilitas moneter dan keuangan	Komitmen Bank Indonesia dan MAS masing-masing sebesar 7 miliar dolar AS	5 November 2018	1 tahun	
Regional					
ASA	Kerja sama swap regional antara Rupiah dengan dolar AS/yen/euro untuk menyediakan likuiditas jangka pendek bagi negara anggota ASEAN yang mengalami permasalahan neraca pembayaran	2 miliar dolar AS (maksimum fasilitas yang dapat ditarik Indonesia sebesar 600 juta dolar AS). Komitmen BI: 300 juta dolar AS	17 November 2017	2 tahun	Perpanjangan beberapa kali sejak penandatanganan pertama pada November 2005.
CMIM	Kerja sama swap regional antara Rupiah dengan dolar AS untuk mengatasi kesulitan neraca pembayaran dan likuiditas jangka pendek bagi negara anggota ASEAN	240 miliar dolar AS (maksimum fasilitas yang dapat ditarik Indonesia sebesar 22,76 miliar dolar AS). Komitmen Bank Indonesia: 9,1 miliar dolar AS	17 Juli 2014	Tidak terbatas, dievaluasi setiap 5 tahun.	Amandemen perjanjian untuk penguatan fasilitas CMIM. Perjanjian awal ditandatangani pada Maret 2010.
Multilateral					
IMF	Penyediaan likuiditas bagi negara anggota yang memenuhi kriteria dalam rangka mengatasi kesulitan likuiditas	a. FCL: <i>uncapped</i> b. PLL: sampai dengan 125% (jangka waktu 6 bulan) atau 250%-500% kuota (jangka waktu 1-2 tahun) c. SBA: 145%-435% kuota			

penggunaan mata uang dalam transaksi perdagangan internasional. Kerja sama tersebut bertujuan untuk mendorong penggunaan mata uang lokal (*local currency settlement/LCS*) pada transaksi perdagangan bilateral melalui skema BCSA, sehingga dapat turut menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah. Hingga saat ini, Bank Indonesia telah menjalin kerja sama BCSA dengan PBoC, Bank of Korea (BoK), dan Reserve Bank of Australia (RBA) (Tabel 5.2). Dalam kerangka kerja sama LCS, juga telah dijalin kerja sama dengan Bank of Thailand (BoT) dan Bank Negara Malaysia (BNM) yang mendorong bank sebagai *appointed cross currency dealers* (ACCD) untuk memfasilitasi transaksi LCS.

5.5. Mempererat Koordinasi Kebijakan

Koordinasi kebijakan antara Bank Indonesia dengan Pemerintah terus diperkuat guna mendukung efektivitas kebijakan moneter dalam menjaga stabilitas makroekonomi. Koordinasi kebijakan dilakukan dalam berbagai area, yaitu untuk mendukung pencapaian sasaran inflasi, serta mengendalikan defisit transaksi berjalan dalam batas yang aman. Koordinasi untuk pengendalian inflasi dan penurunan defisit transaksi berjalan juga dilakukan melalui pengembangan ekonomi keuangan syariah dan perluasan peran usaha mikro, kecil, dan menengah (UMKM).

Dalam rangka mengendalikan inflasi, Bank Indonesia terus memperkuat koordinasi kebijakan dengan Pemerintah, baik di tingkat pusat maupun daerah. Pada Januari 2018, Pemerintah bersama Bank Indonesia

menyepakati lima langkah strategis untuk mendukung upaya menjaga inflasi 2018 agar tetap berada dalam kisaran sasaran 3,5±1%.⁵ Pada Agustus 2018, Bank Indonesia dan Pemerintah juga menyepakati sejumlah langkah strategis untuk menjaga inflasi dalam kisaran sasaran 3,5±1% pada 2018-2019 dan membawa inflasi menurun menjadi 3,0±1% pada jangka menengah 2020-2021. Langkah-langkah tersebut terutama ditujukan untuk menjaga inflasi *volatile food* di kisaran 4% melalui 4 pilar strategi, yaitu keterjangkauan harga, ketersediaan pasokan, kelancaran distribusi, dan komunikasi yang efektif (4K).

Selain koordinasi dalam rangka pencapaian inflasi ke depan, koordinasi antara Bank Indonesia dengan Pemerintah juga terus diperkuat dalam rangka mengendalikan inflasi pangan jelang Idul Fitri. Koordinasi tersebut dilakukan melalui Tim Pengendalian Inflasi Pusat (TPIP) dan Tim Pengendalian Inflasi Daerah (TPID). Pengendalian inflasi pangan ditopang oleh kebijakan penguatan regulasi yang mencakup kebijakan pemerintah dalam pengendalian inflasi. Selain itu, koordinasi juga diperkuat di tingkat Pemda. Penguatan koordinasi antara pusat dan daerah melalui forum rapat koordinasi nasional (Rakornas) TPID tahun 2018 secara konsisten tetap dilakukan.

Pengendalian inflasi oleh Bank Indonesia terutama inflasi harga pangan didukung oleh penguatan dalam pengembangan UMKM melalui perbaikan sisi suplai bahan pangan strategis yang berkontribusi besar terhadap inflasi. Bank Indonesia terus melanjutkan pengembangan kluster lima komoditas pangan strategis

Tabel 5.2. Kerja Sama Keuangan dalam rangka LCS

Jenis Fasilitas	Tujuan	Nilai	Penandatanganan Perjanjian	Masa Berlaku	Keterangan
BCSA BI-BoK	Kerja sama swap bilateral antara Rupiah dengan won Korea untuk meningkatkan perdagangan bilateral dan memperkuat kerja sama keuangan bagi pengembangan ekonomi kedua negara	Komitmen Bank Indonesia dan BoK masing-masing sebesar 10,7 triliun won Korea	6 Maret 2017	3 tahun	
BCSA BI-RBA	Kerja sama bilateral untuk meningkatkan perdagangan bilateral dan tujuan lain sesuai kesepakatan kedua belah pihak bagi pengembangan ekonomi kedua negara	Komitmen Bank Indonesia dan RBA masing-masing sebesar 10 miliar dolar Australia	16 November 2018	3 tahun	Berlaku efektif pada 15 Desember 2018.

⁵ Kesepakatan dilakukan dalam rakor antarpimpinan lembaga dan kementerian yang tergabung dalam TPIP pada 22 Januari 2018 di Jakarta.

di berbagai daerah yang telah dimulai sejak 2006 dengan pola pembinaan yang komprehensif dari hulu ke hilir.⁶ Pola pengembangan kluster Bank Indonesia tersebut telah berdampak positif terhadap peningkatan produksi, produktivitas, dan/atau penerimaan petani, serta harga yang lebih stabil di tingkat petani.⁷ Pada 2018, Bank Indonesia juga mengimplementasikan model bisnis hilirisasi kluster melalui *pilot project* hilirisasi kluster pangan.⁸ Kluster komoditas pangan strategis selanjutnya akan terus diperluas untuk mendukung pengendalian inflasi.

Bank Indonesia juga melakukan kerja sama dengan kementerian dan lembaga terkait baik di tingkat pusat maupun daerah. Beberapa di antaranya adalah kerja sama dengan Kementerian Pertanian, Kementerian Koperasi dan Usaha Kecil dan Menengah (UKM), Pemda/dinas terkait, perbankan, dan sektor swasta. Bentuk kerja sama, antara lain, dalam bentuk pelatihan peningkatan kapasitas UMKM pada berbagai aspek, dan pelaksanaan *pilot project* dalam rangka penyusunan model bisnis pengembangan UMKM untuk komoditas pangan strategis. Melalui koordinasi dan kerja sama Bank Indonesia dengan lembaga terkait, pengembangan UMKM dapat dilakukan secara komprehensif dari hulu ke hilir, sehingga menopang pertumbuhan UMKM secara lebih berkesinambungan, sekaligus mendukung upaya pengendalian inflasi dan peningkatan ekspor.

Dalam rangka mendukung upaya pengendalian defisit transaksi berjalan, Bank Indonesia terus memperkuat koordinasi dengan Pemerintah. Berbagai koordinasi dilakukan, antara lain, melalui rapat koordinasi dengan pemerintah pusat-daerah (Rakorpusda). Rakorpusda dengan tema Pengembangan Industri Berorientasi Ekspor melalui Perluasan Akses Pasar dan Optimalisasi Kawasan Industri dilaksanakan sejalan dengan penguatan transaksi berjalan dari sisi ekspor. Pada Rakorpusda tersebut, dihasilkan kesepakatan empat langkah strategis dalam bentuk kebijakan yang konsisten dan bersinergi.

Keempat langkah tersebut, yaitu (i) mendorong berkembangnya industri berorientasi ekspor di daerah; (ii) menurunkan biaya logistik industri domestik; (iii) memperkuat sumber daya manusia untuk mendukung penyediaan tenaga kerja; dan (iv) memperluas pasar ekspor industri nasional.

Koordinasi kebijakan juga dilakukan terkait dengan upaya memperkuat peran sektor pariwisata dalam menopang transaksi berjalan. Rakorpusda dengan tema Memperkuat Sinergi dalam Akselerasi Pengembangan Destinasi Pariwisata Prioritas dilakukan dan menghasilkan sembilan strategi kebijakan yang menjadi prioritas bersama. Kesembilan strategi kebijakan tersebut adalah (i) penetapan strategi pencapaian kinerja pariwisata melalui peningkatan aksesibilitas, keragaman atraksi, kualitas amenities, didukung oleh penguatan promosi, dan peningkatan kapasitas pelaku pariwisata; (ii) penguatan data dan informasi pariwisata; (iii) peningkatan akses pembiayaan bagi kegiatan usaha di sektor pariwisata; (iv) penerapan intensifikasi layanan sistem pembayaran dan ekonomi digital serta ekosistemnya; (v) penguatan sinergi promosi destinasi pariwisata; (vi) penguatan akses/konektivitas darat dan udara; (vii) pengembangan atraksi yang terintegrasi; (viii) peningkatan amenities di destinasi wisata; dan (ix) peningkatan kualitas sumber daya manusia (SDM) dan usaha pariwisata.⁹

Bank Indonesia juga mendorong pengembangan ekonomi syariah untuk memperkuat struktur ekonomi nasional. Hal ini ditempuh, baik melalui pengembangan rantai ekonomi halal (*halal economic chain*), yakni dengan pemberdayaan ekonomi pesantren, maupun melalui pengembangan usaha syariah di sejumlah sektor dan komoditas, seperti pariwisata, makanan, fesyen, dan UMKM. Edukasi dan kampanye pengembangan ekonomi-keuangan syariah dan gaya hidup halal digiatkan melalui penyelenggaraan secara rutin festival ekonomi syariah (FeSyar) dan Indonesia *sharia economic festival* (ISEF) berskala internasional.

5.6. Transmisi Berjalan Baik

Transmisi kebijakan moneter secara umum berjalan baik sehingga mendukung upaya menjaga stabilitas perekonomian. Transmisi kebijakan moneter melalui jalur

6 Jumlah kluster yang dikembangkan oleh Bank Indonesia hingga triwulan IV 2018 tercatat sebanyak 229 kluster, tersebar di 46 wilayah kantor perwakilan Bank Indonesia. Lima komoditas pangan strategis, yaitu beras, cabai merah, bawang merah, bawang putih, dan daging sapi.

7 Hasil kajian: Dampak Kluster Ketahanan Pangan terhadap Upaya Pengendalian Inflasi Komoditas *Volatile Food* (Bank Indonesia, 2018).

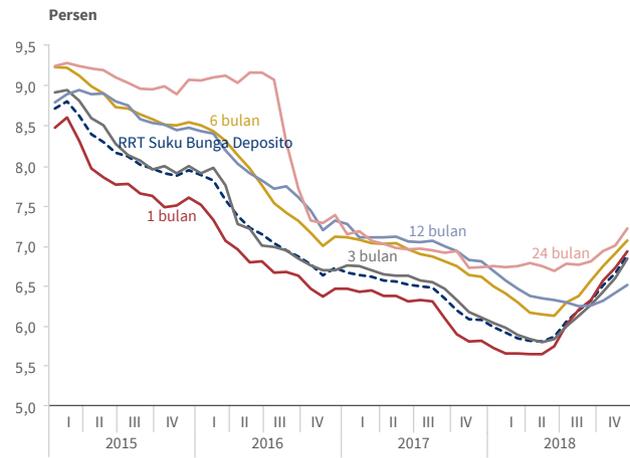
8 Konsep dasar hilirisasi adalah membangun industri olahan komoditas *volatile food*/pangan strategis (agroindustri) sebagai bahan baku industri makanan olahan, dan *contract farming* yang menjamin harga di tingkat petani dan pasokan untuk industri atau konsumen akhir. Hilirisasi dilakukan untuk mendorong anggota kelompok tani memproduksi (sisi hulu), diikuti dengan upaya memproses hasil produksi untuk meningkatkan nilai tambah, dan meningkatkan pemasaran produk (sisi hilir).

9 Selengkapnya lihat Boks 10.1 Pariwisata untuk Meningkatkan Devisa.

suku bunga tergambar dari pergerakan suku bunga PUAB *overnight* (O/N) yang bergerak sejalan dengan suku bunga kebijakan. Peningkatan suku bunga kebijakan pada 2018 sebesar 175 bps secara akumulasi diikuti kenaikan suku bunga PUAB O/N sebesar 190 bps menjadi 5,83%. Rerata harian *spread* antara suku bunga kebijakan dengan PUAB O/N sepanjang tahun 2018 tercatat 25 bps, lebih rendah dibandingkan dengan *spread* pada tahun 2017 sebesar 43 bps (Grafik 5.5). Kenaikan suku bunga PUAB juga didukung oleh tingkat volatilitas PUAB O/N yang terjaga didukung oleh kondisi likuiditas yang masih memadai.

Transmisi suku bunga kebijakan ke suku bunga deposito berjalan lebih cepat terutama pasca kenaikan BI7DRR. Pada awal tahun sampai dengan April 2018, penurunan suku bunga deposito berlanjut mengikuti penurunan suku bunga kebijakan sejak Januari 2016. Secara akumulasi, penurunan suku bunga kebijakan sebesar 200 bps sejak Januari 2016 hingga April 2018 diikuti penurunan suku bunga deposito sebesar 213 bps. Pada periode kenaikan BI7DRR, transmisi kenaikan kebijakan moneter terjadi pada melalui suku bunga deposito sejak Juni 2018. Suku bunga deposito yang tercatat naik sebesar 102 bps sejak Juni hingga Desember 2018 menjadi 6,88%. Berdasarkan tenornya, suku bunga deposito seluruh tenor tercatat naik, meskipun kenaikan pada tenor 12 bulan belum cukup besar. Kenaikan suku bunga deposito tertinggi terjadi pada tenor 1 bulan yang telah naik sebesar 119 bps sejak periode kenaikan suku bunga kebijakan. Suku bunga deposito dengan tenor 3 dan 6 bulan juga meningkat secara bertahap dengan kenaikan masing-masing sebesar 101 bps dan 94 bps hingga akhir 2018 (Grafik 5.6).

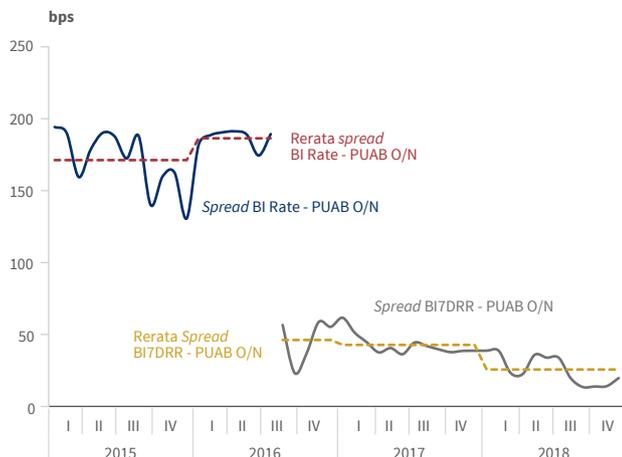
Grafik 5.6. Suku Bunga Deposito Berdasarkan Tenor



Sumber: Bank Indonesia

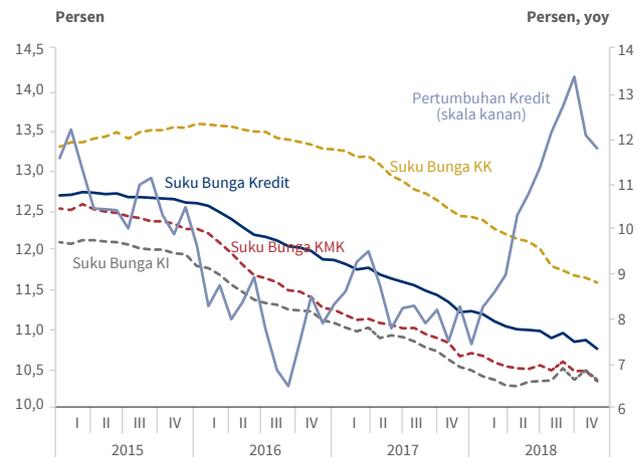
Transmisi kenaikan suku bunga kebijakan ke suku bunga kredit tidak sekuat transmisi kepada suku bunga deposito. Hal ini dipengaruhi siklus keuangan yang masih rendah dan di bawah pola jangka panjangnya, serta kondisi likuiditas yang mencukupi. Transmisi kenaikan suku bunga kredit yang belum optimal tercermin pada suku bunga kredit yang landai dan kenaikan suku bunga kredit yang belum merata. Berdasarkan kelompok kredit, kredit investasi naik sebesar 9 bps, sedangkan kredit modal kerja dan kredit konsumsi masih menurun, masing-masing sebesar 18 dan 61 bps. Sejak kenaikan suku bunga kebijakan sampai dengan akhir 2018, suku bunga kredit secara rerata tertimbang turun sebesar 27 bps menjadi 10,81% (Grafik 5.7). Suku bunga kredit yang masih landai di tengah suku bunga deposito yang naik mengakibatkan margin suku bunga perbankan berkurang (Grafik 5.8).

Grafik 5.5. Spread Suku Bunga Kebijakan dan Suku Bunga PUAB O/N



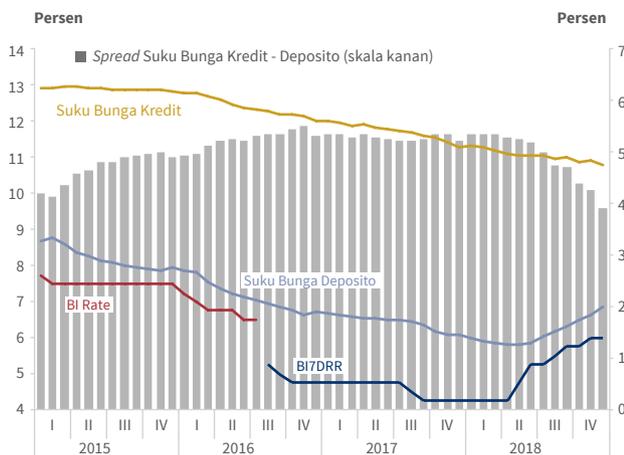
Sumber: Bank Indonesia

Grafik 5.7. Pertumbuhan Kredit dan Suku Bunga Kredit Berdasarkan Jenis Penggunaan



Sumber: Bank Indonesia

Grafik 5.8. Spread Suku Bunga Deposito dan Kredit



Sumber: Bank Indonesia

Perkembangan suku bunga kredit yang masih landai, serta permintaan domestik yang kuat mendorong pertumbuhan kredit meningkat. Akselerasi kredit khususnya terjadi pada kredit modal kerja dan kredit investasi, sedangkan pertumbuhan kredit konsumsi melambat. Perkembangan tersebut secara keseluruhan mendorong pertumbuhan total kredit 2018 naik menjadi 11,8%, meningkat dari 8,2% pada 2017. Berdasarkan mata uang, kredit Rupiah tumbuh sebesar 11,1% pada 2018, meningkat dibandingkan dengan 8,3% pada 2017. Sementara itu, pertumbuhan kredit dalam valas tercatat 15,5% dengan kurs berlaku, atau 7,5% dengan kurs konstan, meningkat dibandingkan dengan pertumbuhan tahun sebelumnya sebesar 8,2%.

Berbeda dengan transmisi melalui jalur kredit perbankan, transmisi melalui jalur harga aset berlangsung lebih kuat. Hal ini tercermin pada imbal hasil obligasi, baik obligasi pemerintah maupun obligasi korporasi. Imbal hasil SBN 10 tahun meningkat dari 6,3% menjadi 8,0% pada 2018. Sejalan dengan itu, imbal hasil obligasi korporasi juga meningkat ditandai dengan kenaikan rerata tertimbang suku bunga obligasi korporasi. Kenaikan obligasi korporasi ini membuat laju pembiayaan dari pasar keuangan tertahan, baik dari penawaran umum perdana, *right issue*, obligasi korporasi, surat utang jangka menengah, maupun sertifikat deposito.¹⁰¹¹ Total pembiayaan dari pasar keuangan

10 Penawaran umum perdana (*initial public offering/IPO*) merupakan penjualan pertama saham umum sebuah perusahaan kepada investor umum, sedangkan *right issue* adalah hak bagi pemegang saham untuk membeli saham baru pada harga tertentu dan dalam jangka waktu tertentu.

11 Surat utang jangka menengah atau *medium term notes* (MTN) merupakan surat utang yang memiliki jangka waktu antara 5 hingga 10 tahun, sedangkan sertifikat deposito atau *negotiable certificate of deposit* (NCD) adalah simpanan dalam bentuk deposito yang sertifikat bukti penyimpanannya dapat dipindahtangankan/diperjualbelikan.

sepanjang tahun 2018 mencapai 209,3 triliun Rupiah. Minat pembiayaan dari pasar keuangan korporasi yang melambat mulai terjadi sejak Juni 2018, satu bulan setelah kenaikan arah suku bunga kebijakan. Mengacu pada komponennya, perlambatan terutama terjadi pada aksi *right issue* dan penerbitan obligasi korporasi. Berdasarkan perkembangan tersebut, pembiayaan dari pasar keuangan tumbuh sebesar 7,2% pada 2018, atau melambat dibanding tahun sebelumnya yang tumbuh sebesar 17,3%.¹²

Berbagai transmisi kebijakan moneter mengarahkan kondisi likuiditas perekonomian tetap memadai dan sesuai dengan kebutuhan perekonomian, meskipun menurun dibandingkan dengan kondisi 2018. Pertumbuhan M1 pada akhir 2018 tercatat sebesar 4,8%, menurun dari 12,4% pada akhir tahun sebelumnya. Penurunan pertumbuhan M1 terutama disebabkan oleh giro Rupiah, sedangkan pertumbuhan uang kartal tetap terjaga. Sementara itu, uang kuasi pada 2018 tumbuh sebesar 6,8%, menurun dari 6,9% pada akhir 2017. Perlambatan pertumbuhan uang kuasi tersebut terutama disebabkan oleh penurunan deposito, baik Rupiah maupun valas. Dengan perkembangan tersebut, M2 tumbuh sebesar 6,3% pada akhir 2018, menurun dari pertumbuhan pada akhir 2017 sebesar 8,3% (Grafik 5.9). Berdasarkan kontribusi faktor yang memengaruhi, perlambatan pertumbuhan M2 terutama disebabkan oleh penurunan NFA meskipun pada sisi lain kredit perbankan meningkat.

Grafik 5.9. Pertumbuhan Komponen M2



Sumber: Bank Indonesia

12 Transmisi jalur kredit perbankan dan jalur harga aset selengkapnya dapat dilihat pada Bab 7 Kebijakan Makroprudensial.

Implementasi Giro Wajib Minimum Rata-rata

Bank Indonesia mengimplementasikan kebijakan GWM rata-rata sejak 1 Juli 2017 sebagai salah satu langkah reformulasi kerangka operasional kebijakan moneter. Sebelum adanya implementasi GWM rata-rata, bank wajib memenuhi keseluruhan kewajiban GWM secara penuh setiap hari. Dengan adanya implementasi GWM rata-rata dimaksud, dana minimum yang wajib dipelihara perbankan di Bank Indonesia dapat dikelola secara lebih fleksibel, menyesuaikan kondisi likuiditas bank. Penambahan fitur ini diperlukan terutama guna meredam volatilitas di pasar PUAB, sehingga transmisi moneter dari suku bunga kebijakan Bank Indonesia kepada sasaran operasional kebijakan yaitu PUAB O/N berjalan lebih baik, melalui optimalisasi manajemen likuiditas. Pada tahap awal GWM rata-rata hanya berlaku terbatas untuk GWM Primer Rupiah di bank konvensional, dengan porsi tertentu, yaitu 1,5% dari DPK (total kewajiban GWM Primer 6,5% dari DPK).

Dalam perkembangannya, penyempurnaan ketentuan GWM rata-rata terus dilakukan pada 2018, antara lain berupa peningkatan porsi GWM rata-rata, serta perluasan penerapan pada BUS dan UUS. Sejak 16 Juli 2018, porsi GWM rata-rata dalam Rupiah bagi BUK ditingkatkan dari 1,5% menjadi 2%. Perluasan fleksibilitas juga kemudian diimplementasikan untuk GWM valas. BUK memiliki kelonggaran penggunaan GWM rata-rata valas sebesar 2% dari keseluruhan kewajiban sebesar 8%. Perluasan tersebut berlaku efektif mulai 1 Oktober 2018. Selain untuk BUK, GWM rata-rata juga mulai dapat dimanfaatkan BUK dan UUS sebesar 2% dari keseluruhan kewajiban GWM dalam Rupiah bagi BUS dan UUS sebesar 5%. Selanjutnya, menjawab tantangan likuiditas perbankan sepanjang 2018, efektif pada 1 Desember 2018 porsi pemenuhan GWM Rupiah rata-rata baik konvensional maupun syariah kembali ditingkatkan dari semula 2% menjadi 3%. Kebijakan ini merupakan bentuk dukungan Bank Indonesia untuk meningkatkan fleksibilitas dan distribusi likuiditas Rupiah perbankan.

Pada awal periode implementasi, GWM rata-rata berhasil meningkatkan efisiensi pengelolaan likuiditas perbankan, tercermin dari penurunan *idle money* yang tercatat pada *excess reserve* (ER) bank.¹ Melalui GWM rata-rata, pengelolaan ER dapat lebih optimal karena bank dapat menggunakan ER pada periode sebelumnya selama masa *maintenance period* (MP) sebagai pemenuh kewajiban GWM. Dalam empat periode awal implementasi GWM rata-rata (Juli-Oktober 2017), ER yang merupakan *idle money* bank dapat tertekan sebesar 50%. *Idle money* ini idealnya dapat dialokasikan pada instrumen-instrumen produktif lainnya ataupun untuk mendorong peran bank sebagai lembaga intermediasi. Peningkatan efisiensi perbankan ini terus didorong oleh Bank Indonesia, salah satunya dengan penhilan jasa giro yang efektif pada 16 Juli 2018.² Hal tersebut bertujuan agar bank optimal memanfaatkan GWM rata-rata yang pada gilirannya menekan *idle money* pada perbankan.

Pemanfaatan GWM Rupiah rata-rata oleh bank terus meningkat. Hal tersebut terutama ditandai dengan rerata pemanfaatan yang mencapai 7,4% dari total kewajiban GWM rata-rata pada Juli-Desember 2018 (Grafik 1). Rata-rata harian (RRH) utilisasi GWM rata-rata pada akhir 2018 mencapai 9,30 triliun Rupiah per hari, atau kurang lebih setara dengan volume RRH PUAB O/N harian yang pada Desember 2018 tercatat sebesar 9,79 triliun Rupiah per hari. Sementara itu, GWM valas rata-rata sebesar 2% yang berlaku sejak 16 Juli 2018 dan 3% sejak 1 Desember 2018

Grafik 1. Penggunaan GWM Rupiah Rata-Rata



1 *Excess reserve* merupakan saldo lebih giro yang disimpan di Bank Indonesia.

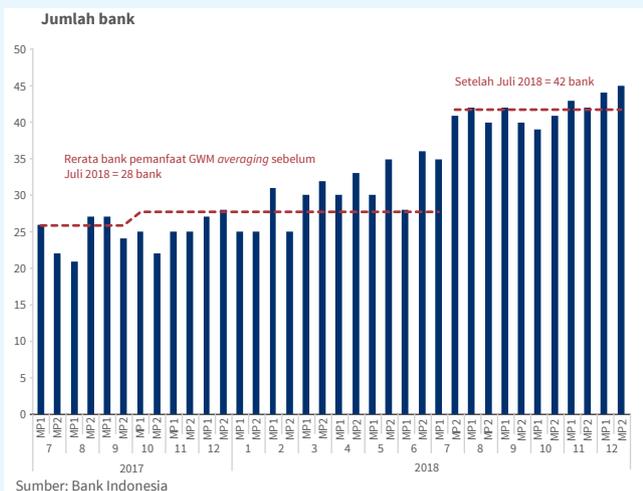
2 Sesuai dengan praktik mayoritas bank sentral negara lain.

juga tercatat telah dimanfaatkan secara optimal oleh perbankan. Jumlah bank yang memanfaatkan GWM rata-rata menjadi rata-rata 42 bank per MP sepanjang Juli-Desember 2018, meningkat dari rata-rata 28 bank per MP pada periode sebelum Juli 2018 (Grafik 2).

Perbankan memanfaatkan GWM rata-rata untuk optimalisasi likuiditas. Pada awal implementasi (dengan periode observasi Agustus-November 2017), pola pemanfaatan GWM rata-rata tertentu belum terlihat. Namun demikian, seiring dengan pemahaman dan penyesuaian yang dilakukan perbankan, mulai terlihat adanya pola pemanfaatan sesuai dengan MP yaitu sebagian bank cenderung mempunyai kelebihan saldo giro awal MP untuk selanjutnya memanfaatkan *leeway* GWM rata-rata mendekati akhir MP.³ Pola ini terlihat dari variasi saldo giro antar hari yang makin lebar pada beberapa rentang periode observasi berikutnya (Grafik 3). Temuan tersebut mengindikasikan bahwa GWM rata-rata telah lazim digunakan sebagai bagian dari strategi pengelolaan manajemen likuiditas sebagian bank. Namun demikian, pola pemanfaatan fleksibilitas GWM ini bervariasi, dipengaruhi oleh kondisi likuiditas dan motivasi pemanfaatannya.

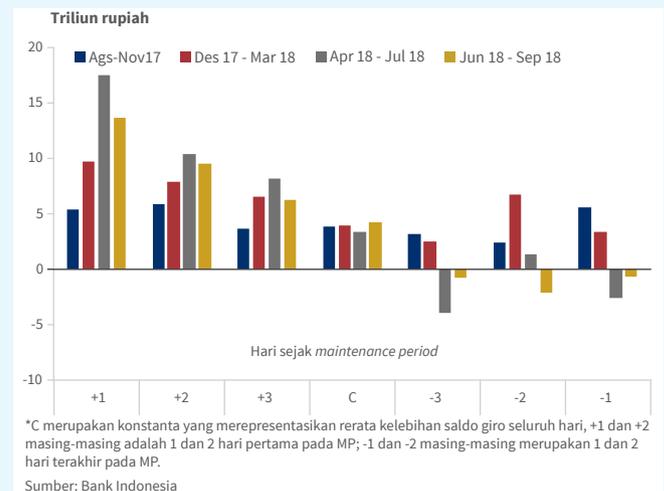
Sesuai dengan desain awalnya, implementasi maupun kenaikan porsi GWM rata-rata terbukti mampu menekan volatilitas PUAB. Hasil estimasi membuktikan bahwa penerapan dan peningkatan porsi GWM rata-rata dapat

Grafik 2. Jumlah Bank yang Memanfaatkan GWM Rata-Rata



3 Kelebihan giro bank secara harian yang dimaksud adalah setelah dikurangi pemenuhan GWM primer (termasuk porsi GWM rata-rata).

Grafik 3. Rerata Posisi Kelebihan Giro Bank Harian pada MP



mengurangi volatilitas PUAB yang ditunjukkan parameter porsi GWM rata-rata yang negatif dan signifikan pada persamaan volatilitas suku bunga PUAB.⁴ Selain itu, hasil estimasi persamaan rerata juga menunjukkan bahwa peningkatan porsi GWM rata-rata menurunkan rerata suku bunga PUAB. Temuan tersebut memberikan indikasi bahwa terdapat penurunan risiko likuiditas seiring dengan peningkatan porsi GWM rata-rata. Lebih lanjut, penurunan rerata suku bunga PUAB dapat juga menjadi indikasi atas peningkatan efisiensi *pricing* suku bunga, dan pada akhirnya dapat mendukung pendalaman pasar keuangan.

Lebih lanjut, dampak positif penerapan GWM rata-rata tersebut akan mendukung langkah penyempurnaan implementasi kebijakan dan pengaturan GWM rata-rata. Evaluasi GWM rata-rata yang telah diimplementasikan sejak Juli 2017 menunjukkan indikasi berkontribusi dalam mendukung efisiensi perbankan, optimalisasi manajemen likuiditas perbankan dan pendalaman pasar keuangan. Hal ini terlihat dari pemanfaatan GWM rata-rata yang terus meningkat. GWM rata-rata juga terindikasi menurunkan volatilitas PUAB sebagaimana hasil studi.

4 Harahap, B. A., Bary, P., Kusuma, A. C. M., Tanjung, E., dan Nurunnisa, A. (2018) Evaluasi Implementasi GWM rata-rata.

Boks 5.1.

Sukuk Bank Indonesia sebagai Instrumen Operasi Moneter dan Pasar Uang Syariah

Sukuk Bank Indonesia (SukBI) merupakan bagian dari kerangka dasar bauran kebijakan moneter dan makroprudensial syariah Bank Indonesia. SukBI selain berfungsi sebagai instrumen operasi moneter syariah, juga berfungsi sebagai instrumen pasar uang syariah. Penerbitan SukBI diharapkan dapat mendukung penguatan peran lembaga keuangan syariah dalam transmisi kebijakan Bank Indonesia dan peningkatan pembiayaan ekonomi berdasarkan prinsip syariah dengan tetap menjaga stabilitas sistem keuangan nasional.

Dalam kerangka *dual banking system*, Bank Indonesia menerapkan bauran kebijakan moneter dan makroprudensial syariah sebagai bagian dari bauran kebijakan. Bauran kebijakan tersebut merupakan upaya pencapaian mandat Bank Indonesia dalam mencapai stabilitas harga dan mendukung terwujudnya stabilitas sistem keuangan. Dalam bauran kebijakan moneter dan makroprudensial syariah, Bank Indonesia telah menerbitkan seperangkat peraturan seperti GWM rata-rata, *financing to value* (FTV), penyangga likuiditas makroprudensial (PLM), serta rasio intermediasi makroprudensial (RIM) berdasarkan prinsip syariah. Untuk mendukung efektivitas bauran kebijakan tersebut, diperlukan pasar keuangan syariah yang dalam dan dapat memfasilitasi kebutuhan manajemen likuiditas secara efisien berdasarkan prinsip syariah.

SukBI merupakan kelanjutan dari langkah reformulasi kerangka operasional kebijakan moneter serta menjadi bagian penting dari kerangka dasar bauran kebijakan moneter dan makroprudensial syariah Bank Indonesia. Hingga tahun 2018, Bank Indonesia menggunakan beberapa instrumen moneter syariah seperti sertifikat Bank Indonesia syariah (SBIS), Repo SBIS, *reverse repo* surat berharga syariah negara (SBSN) dan *term deposit* (TD) Syariah. Penerbitan SukBI dilakukan untuk menggantikan instrumen *reverse repo* SBSN yang memiliki fitur kurang fleksibel karena tidak dapat diperdagangkan. RR SBSN dapat direpokan, tetapi adanya

perpindahan kepemilikan atas SBSN yang menjadi *underlying* menyebabkan instrumen ini kurang menarik sebagai instrumen pengelolaan likuiditas di pasar uang syariah. SukBI diterbitkan dengan beberapa tenor untuk melengkapi tenor instrumen moneter syariah yang telah tersedia sehingga mendukung perbaikan manajemen likuiditas perbankan syariah.

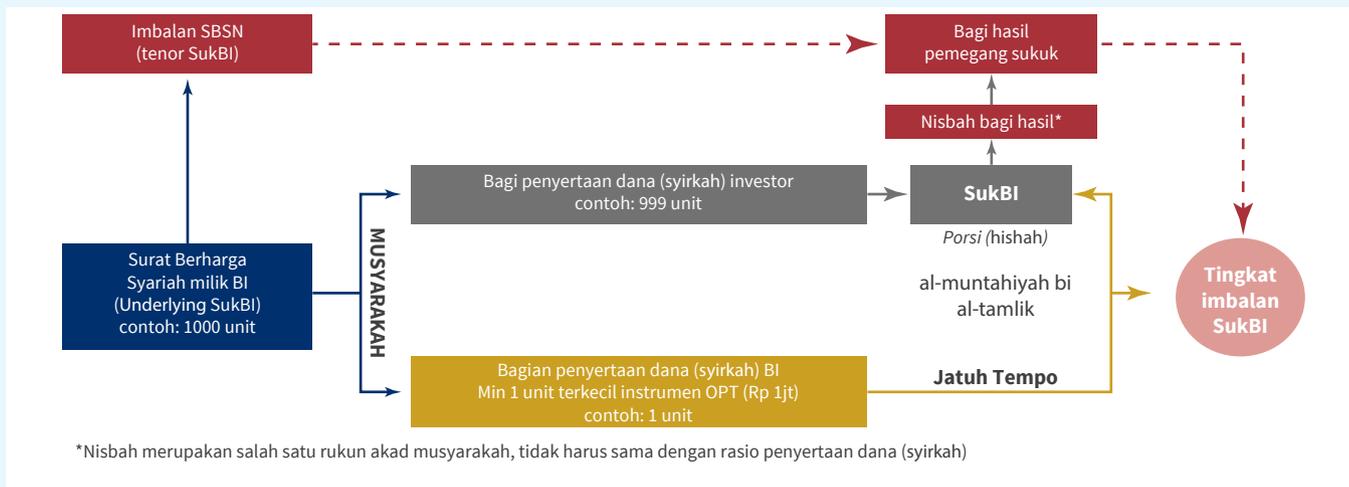
Di samping itu, SukBI juga dapat digunakan sebagai agunan transaksi repo dalam *standing facilities* Bank Indonesia yaitu penyediaan dana Rupiah dalam *standing facilities* konvensional (*lending facility*) maupun penyediaan dana Rupiah dalam *standing facilities* syariah (*financing facility*). Penerbitan SukBI ditandai dengan diterbitkannya PBI No.20/14/PBI/2018 tentang Perubahan Kedua atas PBI No.20/5/PBI/2018 tentang Operasi Moneter yang mulai berlaku pada tanggal 17 Desember 2018.

Penerbitan SukBI diharapkan dapat mendukung penguatan peran lembaga keuangan syariah dalam transmisi kebijakan Bank Indonesia dan pembiayaan ekonomi, karena SukBI juga berfungsi sebagai instrumen pasar uang syariah. Karakteristik SukBI yang mendukung fungsinya sebagai instrumen pasar uang syariah adalah sebagai berikut:

- Berjangka waktu paling singkat 1 hari dan paling lama 12 bulan;
- Diterbitkan tanpa warkat (*scripless*);
- Dapat diagunkan kepada Bank Indonesia;
- Hanya dapat dimiliki oleh bank;
- Di pasar perdana hanya dapat dibeli oleh Bank Umum Syariah (BUS) dan Unit Usaha Syariah (UUS);
- Dapat diperdagangkan di pasar sekunder;
- Dapat dibeli oleh BUK di pasar sekunder.

SukBI merupakan surat berharga yang diterbitkan oleh Bank Indonesia dengan *underlying asset* berupa surat berharga berdasarkan prinsip syariah yang dimiliki oleh Bank Indonesia. SukBI memiliki akad *al-musyarakah al-muntahiyah bi al-tamlik*. Akad ini pada dasarnya merupakan kontrak perserikatan atau perkongsian (*syirkah*) penyertaan dana antara dua pihak atau lebih yang diikuti dengan pembelian porsi kepemilikan (*hishah*) oleh salah satu pihak dari pihak lainnya pada saat akhir kontrak atau pada saat jatuh waktu. Akad tersebut

Gambar 1. Skema Sukuk Bank Indonesia



memperlihatkan bahwa pada dasarnya pemegang SukBI berbagi kepemilikan bersama dengan Bank Indonesia atas surat berharga berdasarkan prinsip syariah yang dijadikan sebagai *underlying asset*. Bank Indonesia membayar imbalan SukBI pada saat jatuh waktu atau sebelumnya dalam hal bank pemegang SukBI tidak dapat memenuhi kewajiban repo SukBI.

Sebagai contoh (Gambar 1), Bank Indonesia memiliki 1000 unit surat berharga berdasarkan prinsip syariah yang dijadikan sebagai *underlying asset* untuk menerbitkan SukBI. Selanjutnya, Bank Indonesia menerbitkan SukBI berdasarkan penyertaan dana dari investor (dalam hal ini BUS dan/atau UUS) sejumlah 999 unit dari *underlying asset* tersebut, dan tetap memegang satu unit sebagai bagian penyertaan dananya sendiri. Dalam hal ini, telah terjadi penyertaan dana bersama (*al-musyarakah*) antara Bank Indonesia dengan investor dengan kesepakatan nisbah bagi hasil terhadap imbalan dari *underlying asset* yang akan diberikan kepada investor. Pada saat jatuh tempo, Bank Indonesia akan membeli kembali porsi (*hishah*) 999 unit dari investor (*al-muntahiyah bi al-tamlik*) beserta pembayaran imbalan SukBI kepada investor.

Penerbitan SukBI sebagai bagian dari bauran kebijakan memiliki implikasi terhadap beberapa pengaturan terkait yang telah diterbitkan sebelumnya. Dalam hal pengaturan terkait makprudensial syariah, SukBI masuk ke dalam cakupan surat berharga yang dapat dipergunakan dalam pemenuhan PLM dan PLM Syariah. Oleh karena itu, dilakukan perubahan kedua atas Peraturan Anggota Dewan Gubernur Nomor 20/11/PADG/2018 tanggal 31 Mei 2018 tentang Rasio Intermediasi Makprudensial dan Penyangga Likuiditas Makprudensial bagi Bank Umum Konvensional, Bank Umum Syariah, dan Unit Usaha Syariah. SukBI juga memenuhi kriteria sebagai surat berharga syariah berkualitas tinggi yang dapat digunakan sebagai agunan pinjaman likuiditas jangka pendek (PLJP) dan pembiayaan likuiditas jangka pendek syariah (PLJPS). Oleh karena itu, Bank Indonesia telah menyempurnakan ketentuan PLJP dan PLJPS melalui penerbitan PBI No.20/16/PBI/2018 tanggal 17 Desember 2018 tentang Perubahan atas PBI No.19/3/PBI/2017 tentang PLJP bagi BUK, serta PBI No.20/17/PBI/2018 tanggal 31 Desember 2018 tentang Perubahan atas PBI No.19/4/PBI/2017 tentang PLJPS bagi BUS.

