



BAB 6

Kebijakan Pendalaman Pasar Keuangan

Kebijakan pendalaman pasar keuangan terus diperkuat guna mendukung kesinambungan pembiayaan dan pertumbuhan ekonomi. Bank Indonesia bersama Otoritas Jasa Keuangan dan Kementerian Keuangan melalui Forum Koordinasi Pembiayaan Pembangunan melalui Pasar Keuangan (FK-PPPK) berkomitmen untuk mempercepat pendalaman pasar keuangan, melalui Strategi Nasional Pengembangan dan Pendalaman Pasar Keuangan (SN-PPPK), serta berbagai kebijakan lanjutan.

Bab 6

Kebijakan Pendalaman Pasar Keuangan

Kebijakan pendalaman pasar keuangan diarahkan pada upaya peningkatan peran pasar keuangan dalam mendukung kesinambungan pertumbuhan ekonomi. Hal ini ditempuh karena pasar keuangan yang dalam, likuid, efisien, inklusif, dan aman, akan dapat mendorong pasar keuangan berperan maksimal dalam mendukung pembiayaan ekonomi. Dengan karakteristik pasar keuangan yang dalam dan likuid, maka alokasi modal akan lebih efisien sehingga dapat menjadi basis bagi pertambahan sumber pembiayaan ekonomi yang baru. Karakteristik pasar keuangan tersebut yang ditambah dengan inklusif dan aman, juga dapat meredam tekanan (*shocks*) bila terjadi gejolak di pasar keuangan. Secara keseluruhan, variasi instrumen pasar baik untuk pembiayaan maupun pengelolaan risiko dalam pembiayaan jangka panjang, serta investor yang beragam akan berkontribusi positif dalam memberikan alternatif sumber pembiayaan ekonomi.

Bank Indonesia bersama Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Kementerian Keuangan melalui Forum Koordinasi Pembiayaan Pembangunan melalui Pasar Keuangan (FK-PPPK) telah menyusun Strategi Nasional Pengembangan dan Pendalaman Pasar Keuangan (SN-PPPK) guna mempercepat pendalaman pasar keuangan.¹ Strategi nasional menjadi komitmen bersama ketiga otoritas untuk mengoptimalkan peran pasar keuangan sebagai sumber pembiayaan pembangunan. Selaras dengan SN-PPPK, kebijakan pendalaman pasar keuangan Bank Indonesia pada 2018 difokuskan pada upaya peningkatan efisiensi pasar uang dan pasar valas guna turut mendorong pembiayaan jangka panjang sebagai sumber pembiayaan ekonomi. Beberapa strategi yang ditempuh ialah pengembangan instrumen untuk penguatan aktivitas penggunaan lindung nilai, pengelolaan likuiditas/sumber pendanaan jangka pendek, serta penguatan kredibilitas pasar. Kebijakan juga ditempuh untuk mendukung pengembangan investasi jangka panjang di pasar modal. Selain itu, penguatan peran pasar keuangan turut ditempuh melalui perluasan inovasi instrumen untuk pembiayaan proyek infrastruktur. Strategi kebijakan Bank Indonesia tersebut senantiasa dikoordinasikan dengan OJK dan Kementerian Keuangan dalam FK-PPPK.

Kebijakan pendalaman pasar keuangan yang ditempuh berdampak positif pada perkembangan pasar keuangan di 2018. Di pasar valas, berbagai upaya sosialisasi telah berkontribusi pada peningkatan volume transaksi derivatif di pasar valas dalam rangka lindung nilai terhadap risiko nilai tukar. Kinerja positif pasar valas juga disertai dengan efisiensi pasar valas yang tetap terjaga, sebagaimana tercermin dari *bid-ask spread* transaksi *spot* dolar Amerika Serikat (AS) terhadap Rupiah yang berada dalam level rendah dan volume transaksi yang cukup tinggi. Sementara di pasar uang, perkembangan pasar repo dapat mendukung pengelolaan likuiditas Rupiah di jangka waktu yang lebih panjang. Terkait dukungan terhadap pembiayaan infrastruktur, koordinasi Bank Indonesia melalui FK-PPPK bekerja sama dengan Kementerian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) berhasil mendorong tercapainya kesepakatan pembiayaan proyek infrastruktur strategis. Kesepakatan pembiayaan proyek infrastruktur strategis senilai 13,6 miliar dolar AS ditandatangani pada Oktober 2018.

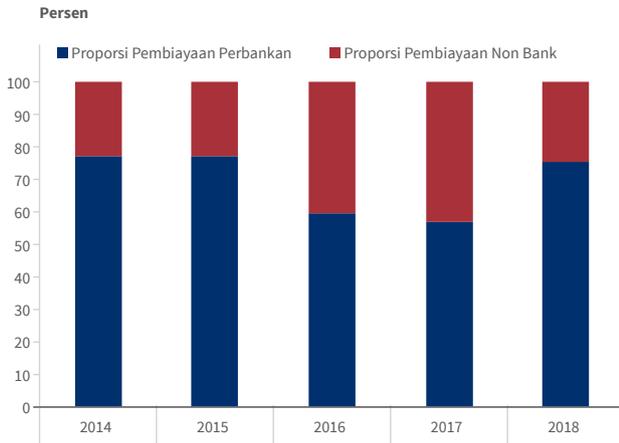
6.1. Menyusun Strategi Nasional

Bank Indonesia, OJK, dan Kementerian Keuangan yang tergabung dalam FK-PPPK mengambil inisiatif menyusun SN-PPPK untuk meningkatkan peran pasar keuangan sebagai salah satu sumber pembiayaan ekonomi. Strategi nasional menjadi komitmen bersama ketiga otoritas untuk mencapai pasar keuangan yang dalam, likuid, efisien, inklusif, dan aman. Strategi pengembangan pasar keuangan dalam SN-PPPK disusun untuk mengoptimalkan peran pasar keuangan sebagai sumber pembiayaan pembangunan, dengan turut mendorong pembentukan struktur pasar yang dapat mendukung stabilitas sistem keuangan. Struktur pasar ini yang diharapkan dapat menjadikan: (i) pasar keuangan mampu menyediakan alternatif sumber pembiayaan dan investasi bagi pelaku usaha dan masyarakat; (ii) pasar keuangan yang berjalan efisien dan aman; dan (iii) pasar keuangan yang dapat memfasilitasi mitigasi risiko bagi para pelaku pasar.

Upaya peningkatan peran pasar keuangan sebagai pembiayaan ekonomi dilatarbelakangi oleh kondisi pasar keuangan domestik yang belum dalam. Kondisi tersebut tercermin dari sumber dan jumlah dana untuk pembiayaan yang terbatas. Data lima tahun terakhir menunjukkan

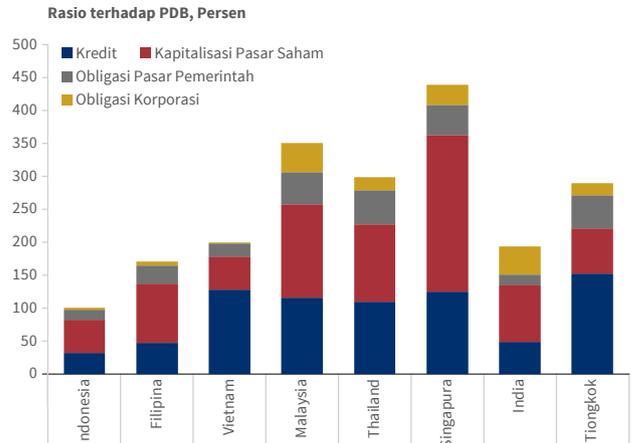
¹ Bank Indonesia, OJK, dan Kementerian Keuangan tergabung dalam FK-PPPK yang dibentuk pada April 2016 dengan tujuan mendorong pendalaman pasar keuangan untuk pembiayaan pembangunan.

Grafik 6.1. Pembiayaan Ekonomi Indonesia



Sumber: OJK

Grafik 6.2. Perbandingan Kedalaman Pasar Keuangan



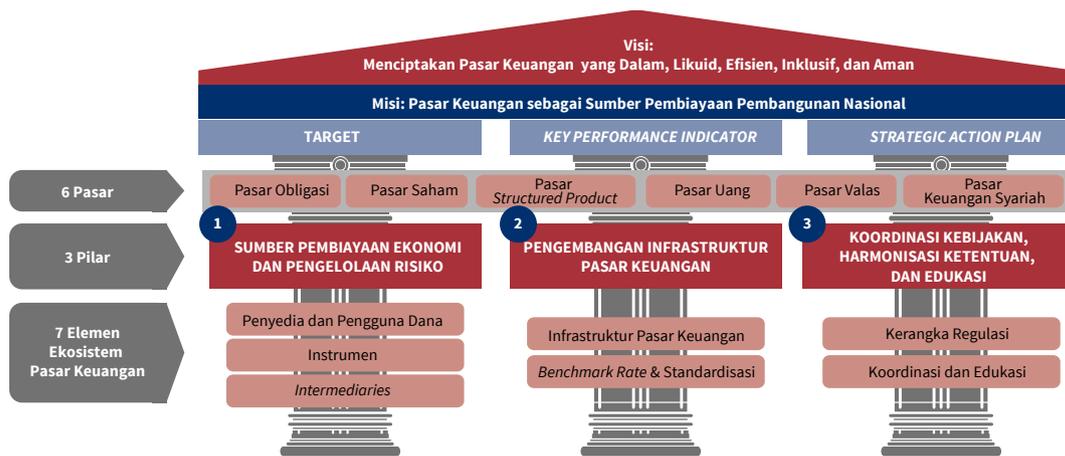
Sumber: World Bank, Asian Development Bank

sekitar 70% pembiayaan ekonomi bersumber dari kredit perbankan (Grafik 6.1). Sementara itu, jumlah dana untuk pembiayaan melalui pasar keuangan yang merupakan salah satu ukuran tingkat kedalaman pasar, belum cukup besar menopang pembiayaan domestik perekonomian. Dibandingkan dengan negara lainnya, tingkat kedalaman pasar keuangan Indonesia berada di bawah negara *peer* (Grafik 6.2). Perkembangan ini pada gilirannya membatasi ketersediaan dana untuk pembiayaan investasi, termasuk proyek infrastruktur yang saat ini menjadi fokus pembangunan ekonomi Indonesia.

Strategi pendalaman pasar keuangan dijabarkan melalui 3 pilar pengembangan, 6 pasar, dan 7 elemen ekosistem

(Gambar 6.1). Dari pilar pertama aspek pengembangan sumber pembiayaan ekonomi dan pengelolaan risiko, upaya penguatan diarahkan pada inisiatif mendorong permintaan dan penawaran terhadap instrumen keuangan. Di sisi permintaan, inisiatif diarahkan untuk mendorong perluasan basis investor; sementara di sisi penawaran, inisiatif difokuskan pada upaya meningkatkan keragaman instrumen, baik untuk pembiayaan/pengelolaan likuiditas maupun mitigasi risiko. Permintaan dan penawaran tersebut akan berinteraksi secara sehat dan dinamis melalui lembaga intermediasi yang kuat. Di pilar kedua, pembangunan infrastruktur pasar yang handal dan mendukung pembentukan harga di pasar (*price discovery*) menjadi sasaran dalam penguatan struktur pasar.² Upaya

Gambar 6.1. Kerangka SN-PPPK



Sumber: SN-PPPK

2 Infrastruktur pasar yang memungkinkan akses informasi dan penyelesaian transaksi yang cepat, aman, dan efisien.

peningkatan kualitas infrastruktur pasar keuangan untuk efisiensi dan keamanan pasar keuangan turut mengacu pada praktik standar internasional, yaitu terkait dengan reformasi keuangan global setelah krisis tahun 2008. Di pilar ketiga, penguatan struktur pasar dilakukan dengan membentuk kerangka regulasi yang integratif dan saling mendukung, terkoordinasi serta mendorong pemahaman pelaku pasar yang tinggi terhadap produk keuangan.

Strategi kebijakan nasional dibagi menjadi tiga tahapan yang diharapkan dapat dicapai pada tahun 2024. Tahapan pertama merupakan tahapan penguatan fondasi yang dilakukan pada 2018-2019. Tahapan kedua merupakan tahapan percepatan yang ditempuh pada 2020-2022. Tahapan ketiga sebagai tahapan pendalaman pada 2023-2024. Setiap tahap pengembangan memiliki target pencapaian yang dimonitor oleh FK-PPPK. Hal yang menjadi prioritas pengembangan yaitu: (i) tingkat partisipasi peminjam dan pemberi dana, peran lembaga perantara (intermediari), dan alternatif instrumen keuangan; (ii) tingkat efisiensi pasar melalui infrastruktur pasar keuangan; dan (iii) tingkat penyempurnaan kerangka hukum atau regulasi, dan kompetensi pelaku pasar.

6.2. Mendorong Pembiayaan melalui Efisiensi

Kebijakan pendalaman pasar keuangan Bank Indonesia pada 2018 untuk mendorong pembiayaan ekonomi diarahkan melalui upaya peningkatan efisiensi pasar uang dan pasar valuta asing (valas). Arah kebijakan ditempuh karena pasar uang dan pasar valas yang efisien akan memberikan kondisi yang kondusif bagi pelaku pasar dan pelaku usaha untuk mendapatkan dan/atau mengelola dana/likuiditas jangka pendek serta untuk memenuhi kebutuhan akan pertukaran dana valas. Selanjutnya, pasar uang dan pasar valas yang efisien juga dapat menunjang kelancaran bisnis usaha sekaligus pengelolaan risiko bagi pelaku pasar dan pelaku usaha, baik risiko likuiditas perusahaan maupun risiko pasar, khususnya risiko perubahan suku bunga dan nilai tukar. Dengan kata lain, harga-harga yang efisien di pasar keuangan, didukung dengan risiko yang terkelola dengan baik, diharapkan dapat mendorong peningkatan minat investasi jangka panjang oleh pelaku pasar dan pelaku usaha. Pada gilirannya, keseluruhan kondisi tersebut dapat meningkatkan efisiensi pembiayaan bagi perekonomian.

Bank Indonesia menempuh kebijakan melalui strategi pengembangan instrumen untuk penguatan aktivitas penggunaan lindung nilai, pengelolaan likuiditas/sumber pendanaan jangka pendek, serta penguatan kredibilitas pasar. Dalam konteks upaya mendorong aktivitas lindung nilai, kebijakan diarahkan untuk memperkaya instrumen lindung nilai melalui pengembangan pasar derivatif suku bunga dan nilai tukar. Sementara itu, penguatan kredibilitas pasar dilakukan melalui pemantapan kredibilitas *benchmark rate* dan penyempurnaan kode etik pasar.

Pengembangan pasar derivatif suku bunga ditujukan untuk mendukung pembentukan kurva imbal hasil (*yield curve*) yang lebih transparan dalam *price discovery* di pasar uang dan pasar modal. Pengembangan pasar derivatif suku bunga ditempuh dengan menerbitkan ketentuan yang mengatur transaksi derivatif suku bunga Rupiah di pasar uang, di antaranya melalui instrumen *overnight index swap* (OIS) dan *interest rate swap* (IRS).³ Ketentuan dimaksudkan untuk memberikan kejelasan pengaturan transaksi derivatif suku bunga di pasar Rupiah, dengan tetap memberi ruang bekerjanya mekanisme pasar. Dalam ketentuan ini, bank yang melakukan transaksi derivatif suku bunga Rupiah dengan nasabah dan/atau pihak asing diwajibkan melakukan analisis kebutuhan transaksi derivatif suku bunga Rupiah sebagai bagian dari prinsip kehati-hatian. Analisis tersebut dievaluasi paling sedikit satu tahun sekali. Selain penerbitan ketentuan tentang transaksi derivatif suku bunga, Bank Indonesia turut memperkuat kredibilitas *benchmark rate* pasar uang yang akan digunakan sebagai acuan dalam transaksi derivatif suku bunga.

Pengembangan pasar derivatif di pasar valas ditujukan agar dapat memberikan alternatif instrumen lindung nilai terhadap risiko nilai tukar yang efisien bagi pelaku pasar dan meningkatkan ketahanan pelaku pasar baik di sektor keuangan maupun di sektor riil. Dalam pelaksanaan teknisnya, penguatan pasar derivatif dilakukan baik untuk peningkatan likuiditas instrumen lindung nilai yang sudah ada maupun untuk pengembangan instrumen yang baru.

Strategi pengembangan pasar derivatif di pasar valas ditempuh Bank Indonesia dengan memperkaya instrumen lindung nilai melalui penerbitan instrumen baru yaitu *domestic non-deliverable forward* (DNDF). Penerbitan ketentuan mengenai instrumen DNDF sejak 21 September 2018 di satu sisi ditujukan untuk meningkatkan keyakinan bagi eksportir, importir, dan investor dalam melakukan

3 PBI No. 20/13/PBI/2018 tentang Transaksi Derivatif Suku Bunga Rupiah diterbitkan pada 9 November 2018.

kegiatan ekonomi dan investasi. DNDF memberikan fleksibilitas yang lebih tinggi dalam melakukan lindung nilai terhadap risiko nilai tukar Rupiah, berupa penyelesaian transaksi yang bersifat *netting* dan biaya lindung nilai yang dapat lebih efisien (Lihat Boks 6.2 Ketentuan Transaksi *Domestic Non-Deliverable Forward* (DNDF)). Di sisi lain, pasar DNDF yang berkembang diharapkan dapat memberikan alternatif instrumen lindung nilai, khususnya bagi para investor asing yang selama ini kebanyakan melakukan lindung nilai atas kepemilikan aset Rupiah melalui transaksi *non-deliverable forward* (NDF) di pasar luar negeri. Dengan adanya instrumen DNDF, investor asing dapat melakukan lindung nilai di pasar valas domestik, dengan harga yang lebih efisien dan termonitor dengan baik, sehingga menopang upaya menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah.

Bank Indonesia juga melanjutkan upaya mendorong pengembangan *call spread option* (CSO) sebagai instrumen lindung nilai terhadap risiko nilai tukar Rupiah. CSO adalah gabungan transaksi beli dan jual *call option* yang dilakukan secara simultan dalam satu kontrak transaksi dengan *strike price* yang berbeda dan nominal yang sama, sebagaimana diatur dalam PBI No.18/18/PBI/2016 dan PBI No.18/19/PBI/2016 tentang Transaksi Valas terhadap Rupiah antara Bank dengan Pihak Domestik dan Pihak Asing. CSO turut menjadi alternatif instrumen lindung nilai yang memiliki biaya lindung nilai yang cukup efisien. Untuk mendorong pengembangan instrumen lindung nilai terhadap risiko nilai tukar Rupiah, Bank Indonesia melakukan sosialisasi secara intensif dan berkesinambungan ke berbagai *stakeholder* terutama korporasi nonbank. Dengan pengembangan instrumen CSO dan DNDF, diharapkan aktivitas lindung nilai menjadi meningkat dengan pemenuhan kebutuhan lindung nilai pelaku pasar yang beragam.

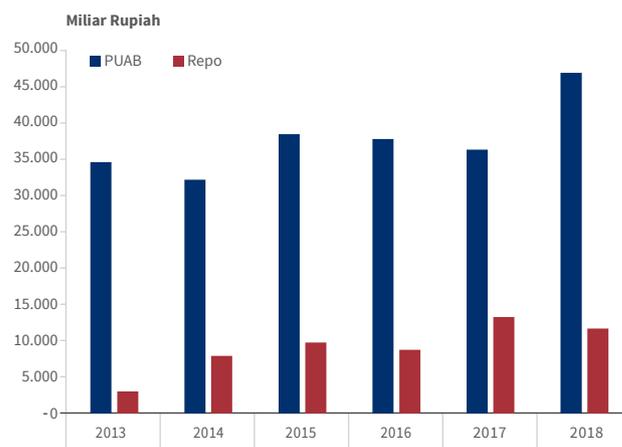
Untuk memperkuat efektivitas kebijakan dan memperluas instrumen lindung nilai, Bank Indonesia juga terus mendorong pelaku pasar yakni perbankan dan nasabah bank, untuk makin aktif melakukan lindung nilai.⁴ Dalam pengaturan sebelumnya, bank dan nasabah yang melakukan transaksi *structured product* dalam bentuk kombinasi instrumen derivatif dengan derivatif diwajibkan untuk menyediakan agunan berupa kas sebesar 10% dari nominal transaksi.⁵ Kini, Bank Indonesia berkoordinasi dengan OJK, menghapus kewajiban penyediaan agunan berupa kas tersebut untuk transaksi *structured product*

dengan persyaratan tertentu melalui Peraturan OJK (POJK) No.6/POJK.03/2018 tanggal 22 April 2018 tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 7/POJK.03/2016 Tentang Prinsip Kehati-hatian Dalam Melaksanakan Kegiatan *Structured Product* Bagi Bank Umum. Dengan ketentuan baru, bank dan nasabah mendapatkan insentif melakukan lindung nilai dengan tidak lagi harus memelihara agunan berupa kas sebesar 10%.

Dalam hubungan dengan upaya penguatan pengelolaan likuiditas jangka pendek, kebijakan pendalaman pasar keuangan dilakukan melalui penguatan pasar repo. Sejauh ini, instrumen pinjam-meminjam tanpa agunan di pasar uang antar bank (PUAB) masih dominan sebagai instrumen utama oleh bank dalam mengelola likuiditas jangka pendek, sedangkan peran instrumen repo masih kecil (Grafik 6.3).⁶ Kondisi ini menunjukkan karakter pasar repo yang aman berpotensi untuk terus dikembangkan karena dapat menopang kebutuhan pengelolaan likuiditas jangka panjang. Oleh karena itu, Bank Indonesia terus melakukan sosialisasi dan edukasi serta mengembangkan kompetensi para pelaku pasar, sehingga dapat mendorong partisipasi pelaku di pasar repo.

Upaya penguatan pengelolaan likuiditas atau sumber pendanaan jangka pendek juga dilakukan dengan memperkuat ketentuan tentang surat utang jangka pendek, khususnya untuk sektor swasta. Pada 2017, penguatan dilakukan terhadap sertifikat deposito yang merupakan instrumen pasar uang yang diterbitkan oleh bank, melalui pengaturan transaksi sertifikat deposito di pasar sekunder. Pada 2018, penguatan dilakukan terhadap instrumen pasar

Grafik 6.3. Posisi Repo dan Pasar Uang Antar Bank



Sumber: Bank Indonesia

4 Transaksi lindung nilai oleh nasabah harus dibuktikan dengan dokumen *underlying* transaksi dan/atau dokumen pendukung sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan yang mengatur mengenai transaksi valas terhadap Rupiah.

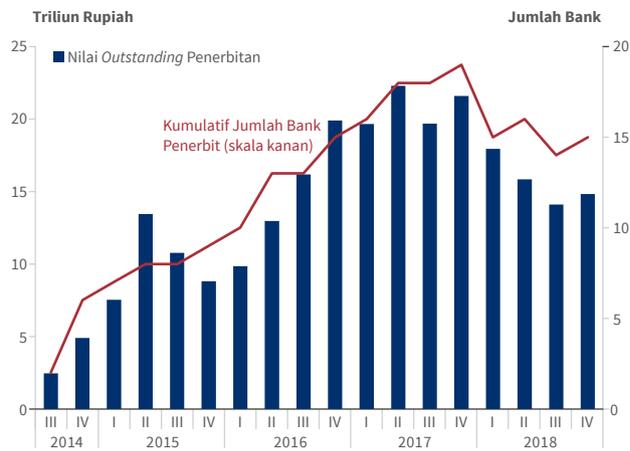
5 Salah satu contoh adalah transaksi CSO.

6 Repo memiliki *collateral*.

uang yang dapat diterbitkan oleh korporasi nonbank yaitu surat berharga komersial (SBK). SBK menjadi alternatif instrumen yang dapat digunakan oleh korporasi nonbank dalam memenuhi kebutuhan dana atau likuiditas jangka pendek, seperti kebutuhan untuk modal kerja dan *bridging financing*. Dalam hubungan ini, Bank Indonesia menerbitkan ketentuan pelaksanaan atas penerbitan dan transaksi SBK di pasar uang, yaitu Peraturan Anggota Dewan Gubernur (PADG) No.20/1/PADG/2018.⁷ Kehadiran instrumen SBK dan sertifikat deposito diharapkan akan memperkaya instrumen pasar uang yang sudah ada saat ini, terutama di jangka yang lebih panjang (Grafik 6.4 dan Grafik 6.5). Untuk mendorong pengembangan pasar SBK, Bank Indonesia secara intensif melakukan sosialisasi dan edukasi kepada Lembaga Pendukung Pasar Uang dan calon penerbit SBK potensial.⁸

Dalam kaitan dengan upaya penguatan kredibilitas pasar, Bank Indonesia menerbitkan ketentuan yang mengatur pembentukan *benchmark rate* pasar uang sebagai bagian dari upaya pemantapan kredibilitas *benchmark rate* pasar uang.⁹ Peningkatan kredibilitas *benchmark rate* pasar uang turut dilakukan untuk mendorong pengembangan pasar derivatif suku bunga yang memerlukan *benchmark rate* pasar uang dengan kredibilitas yang baik. Penguatan melalui pengaturan, secara garis besar dilakukan melalui dua upaya, yakni: (i) pembentukan *benchmark rate* pasar uang tenor *overnight* (Indonesia *overnight index average*-IndONIA), yang didapat langsung dari transaksi

Grafik 6.5. Posisi Sertifikat Deposito

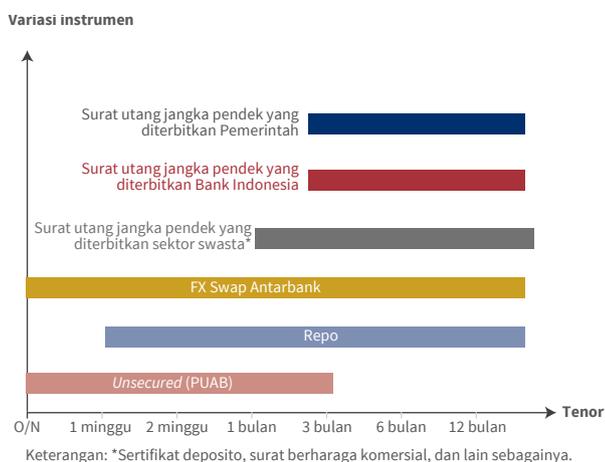


Sumber: Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI)

di pasar uang antarbank, menggantikan *benchmark rate* tenor *overnight* berbasis kuotasi (Jakarta *interbank offered rate*-JIBOR); dan (ii) penguatan JIBOR tenor di atas tenor *overnight* melalui peningkatan tata kelola (*governance*) dan penerapan jenjang data *input* yang sedapat mungkin mengacu pada data transaksi. (Lihat Boks 6.1. Penyempurnaan *Benchmark Rate* Pasar Uang (IndONIA dan JIBOR)). Indonesia *overnight index average* (IndONIA) mulai diimplementasikan pada 1 Agustus 2018, sedangkan kerangka baru pembentukan JIBOR berlaku pada 2 Januari 2019. Dengan menghubungkan *benchmark rate* pada data transaksi dan praktik penetapan suku bunga yang bertata kelola baik, kredibilitas *benchmark rate* pasar uang diharapkan makin meningkat. Selain itu, penggunaan *benchmark rate* pasar uang sebagai referensi dalam berbagai transaksi keuangan dapat makin luas (Gambar 6.2).

Upaya meningkatkan kredibilitas pasar keuangan turut ditempuh melalui penyempurnaan kode etik pasar agar sejalan dengan praktik standar internasional. Pada awal 2018, penyempurnaan kode etik pasar di pasar keuangan domestik dilakukan oleh asosiasi pelaku pasar (Indonesia *foreign exchange market committee*-IFEMC) dan didukung Bank Indonesia. Penyempurnaan kode etik pasar dibuat dengan mengadopsi kode etik global pasar valas (*FX global code of conduct*) yang dikeluarkan oleh Bank for International Settlement (BIS). Penerapan kode etik pasar juga dilakukan secara terintegrasi, tidak hanya antarpelaku pasar, namun juga antara pelaku pasar dan Bank Indonesia melalui kegiatan operasi

Grafik 6.4. Ekspektasi Pembentukan Kurva Imbal Hasil di Pasar Uang



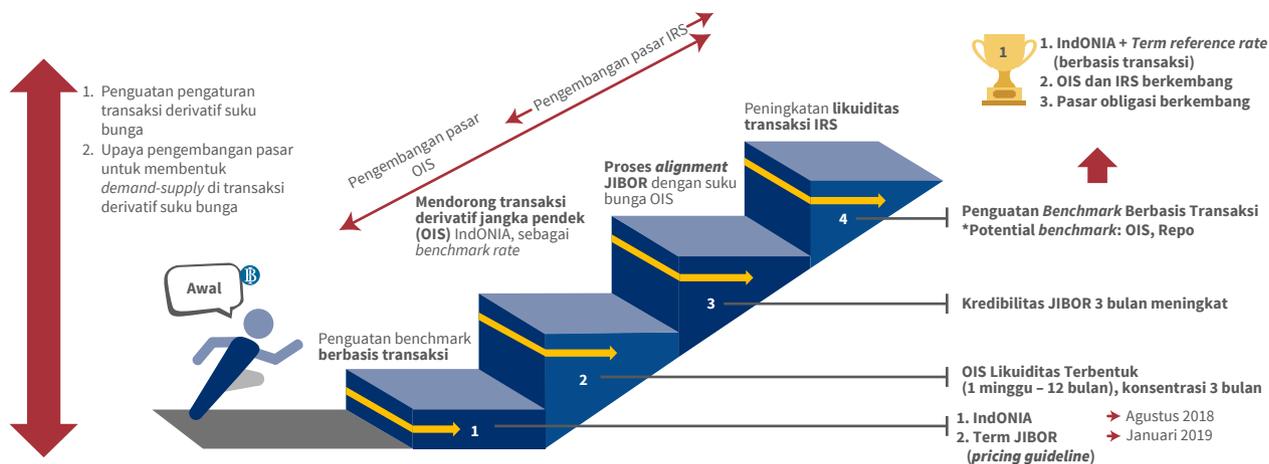
Sumber: Bank Indonesia

7 Berlaku pada 2 Januari 2018.

8 Lembaga Pendukung Pasar Uang adalah lembaga yang berperan pada proses penerbitan SBK dan terdaftar di Bank Indonesia.

9 PBI No. 20/7/PBI/2018 tentang IndONIA dan JIBOR pada 24 Juli 2018.

Gambar 6.2. Pengembangan *Benchmark Rate* dan Pasar Derivatif Suku Bunga



Sumber: SN-PPPK

moneter bersamaan dengan kewajiban pelaku pasar bersertifikasi tresuri.¹⁰

Selain berbagai ketentuan di pasar keuangan konvensional, penguatan ketentuan juga dilakukan di pasar keuangan syariah. Bank Indonesia menerbitkan instrumen keuangan syariah berupa sertifikat deposito berbasis syariah dan sukuk Bank Indonesia (SukBI) sehingga sejak Agustus 2018, transaksi sertifikat deposito berbasis syariah di pasar uang sudah dapat dilakukan.¹¹ Kondisi ini membuat sertifikat deposito syariah menjadi salah satu instrumen yang likuid. Perkembangan ini positif untuk mendukung perbaikan struktur pendanaan perbankan syariah melalui jangka waktu pendanaan yang lebih panjang, meningkatkan potensi penambahan Dana Pihak Ketiga (DPK), mendorong efisiensi pendanaan, dan menjadi salah satu sumber pembiayaan ekonomi nasional. Di samping itu, instrumen SukBI yang dilelang perdana pada Desember 2018 turut menambah alternatif instrumen pasar uang syariah bagi bank. Dengan fitur dapat ditransaksikan di pasar sekunder (*tradeable*), SukBI diharapkan dapat turut menjadi instrumen yang likuid.¹²

Untuk mendukung stabilitas nilai tukar sekaligus pendalaman pasar keuangan syariah, Bank Indonesia

terus mendorong pengembangan instrumen lindung nilai berdasarkan prinsip syariah. Instrumen *hedging* syariah telah diatur sebelumnya dalam PBI No.18/2/PBI/2016 tanggal 24 Februari 2016 tentang Transaksi Lindung Nilai Berdasarkan Prinsip Syariah (*Hedging Syariah*). Transaksi lindung nilai syariah hanya dapat dilakukan apabila terdapat kebutuhan nyata untuk mengurangi risiko nilai tukar pada masa yang akan datang terhadap mata uang asing yang tidak dapat dihindarkan. Dengan demikian, transaksi wajib memiliki *underlying*. Untuk mendorong pengembangan instrumen tersebut, Bank Indonesia melakukan sosialisasi secara berkelanjutan kepada berbagai *stakeholder*, di antaranya perbankan baik syariah maupun konvensional, badan pengurus keuangan haji (BPKH), dan lainnya. Sosialisasi turut dilakukan ke berbagai wilayah di Indonesia, untuk dapat menjangkau pelaku pasar secara luas.

Kebijakan pendalaman pasar keuangan berdampak positif pada perkembangan di pasar keuangan. Di pasar uang, perkembangan pasar repo dapat tetap mendukung pengelolaan likuiditas Rupiah di tenor yang lebih panjang. Porsi volume transaksi repo untuk tenor 1 bulan ke atas terhadap total transaksi mengalami peningkatan dari 12,5% (2017) menjadi 18,7% (2018), walaupun secara keseluruhan volume transaksi repo pada 2018 mengalami penurunan (Grafik 6.6). Di pasar valas, berbagai upaya sosialisasi telah berkontribusi membangun likuiditas transaksi di pasar DNDF dan mendorong peningkatan posisi CSO (Grafik 6.7 dan Grafik 6.8).¹³ Selain oleh perbankan, peningkatan volume transaksi di pasar CSO

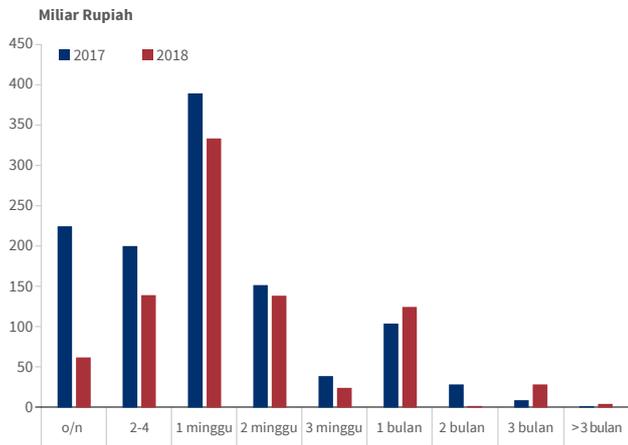
10 Bank Indonesia mengatur melalui PBI No.20/5/PBI/2018 dan PADG No.20/7/PADG/2018 bahwa direksi dan pegawai yang bertanggung jawab dan/atau melaksanakan aktivitas tresuri wajib memiliki kompetensi yang memadai yang dibuktikan dengan sertifikat tresuri, serta memahami dan menerapkan kode etik pasar yang dibuktikan dengan prosedur internal bank.

11 Berdasarkan PBI No.20/9/PBI/2018 tentang Transaksi Sertifikat Deposito Syariah di Pasar Uang.

12 Selengkapnya lihat Bab 5 Kebijakan Moneter dan Boks 5.2. Sukuk Bank Indonesia sebagai Instrumen Operasi Moneter dan Pasar Uang Syariah.

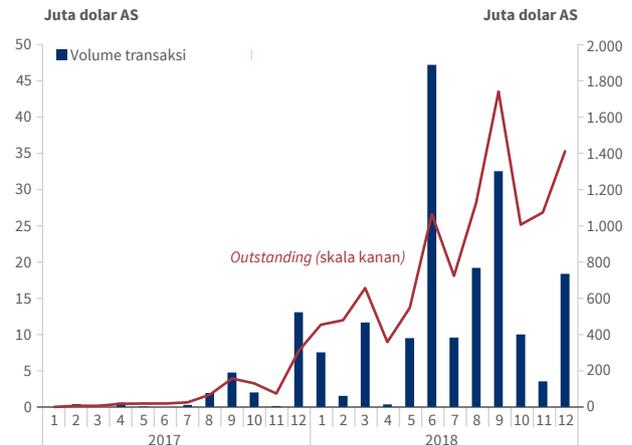
13 Kondisi pasar CSO dan DNDF beserta instrumen derivatif valas lainnya dapat dilihat pada Bab 4 Inflasi dan Nilai Tukar.

Grafik 6.6. Rata-Rata Harian Volume Transaksi Repo berdasarkan Tenor



Sumber: Bank Indonesia

Grafik 6.8. Volume Transaksi dan Posisi CSO



Sumber: Bank Indonesia

dan DNDF turut diikuti oleh partisipasi korporasi nonbank dan investor asing. Hal ini mengindikasikan bahwa pelaku pasar di luar perbankan makin marak dalam melakukan aktivitas lindung nilai. Peningkatan volume transaksi derivatif valas pada 2018 terjadi pada hampir seluruh jenis instrumen derivatif valas.¹⁴

Perkembangan positif juga terlihat di pasar valas yang tetap efisiensi dan mendukung tetap terkendalinya tekanan terhadap nilai tukar Rupiah. Hal tersebut tercermin dari *bid-ask spread* transaksi *spot* Rupiah yang berada di level yang rendah yakni dari sebelumnya 5 Rupiah per dolar AS pada 2017 menjadi 7 Rupiah per dolar AS pada 2018, dan disertai volume transaksi *spot* yang

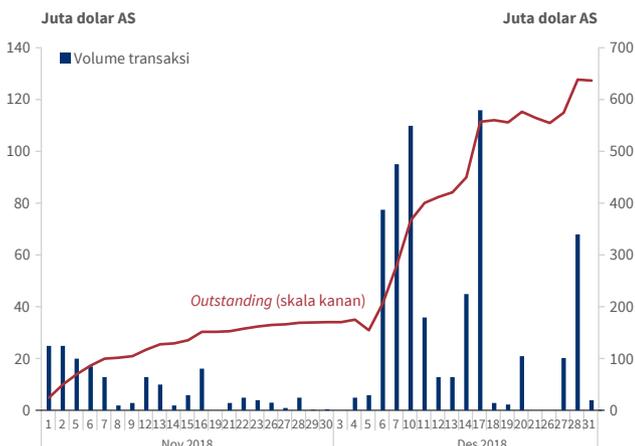
masih cukup tinggi.¹⁵ Upaya mengurangi konsentrasi permintaan domestik terhadap mata uang dolar AS juga menunjukkan perkembangan yang positif, tercermin dari peningkatan penggunaan mata uang lokal dalam penyelesaian transaksi perdagangan melalui skema *local currency settlement* (LCS). Pemanfaatan skema LCS di Indonesia terlihat pada penyelesaian perdagangan dengan kedua negara mitra yang menyepakati kerja sama LCS dengan Indonesia, yakni Malaysia dan Thailand.

6.3. Mempercepat Pendalaman Pasar Modal

Kebijakan mempercepat pendalaman pasar modal ditempuh melalui pendalaman pada pasar surat berharga negara (SBN) dan pasar obligasi korporasi, serta peningkatan efisiensi pasar saham. Pendalaman pasar SBN dilakukan melalui penguatan basis investor domestik, dengan tetap mendorong peningkatan likuiditas surat utang negara (SUN) untuk mendukung pembentukan *risk-free yield curve*. Pendalaman obligasi korporasi dilakukan dengan memperkuat segmen pasar pemodal profesional. Sementara itu, peningkatan efisiensi di pasar saham dilakukan melalui percepatan siklus penyelesaian transaksi.

Upaya pendalaman pasar SBN dilakukan melalui penguatan diversifikasi investor SBN dan peningkatan likuiditas SBN. Penguatan diversifikasi investor dilakukan dengan memperkuat basis investor domestik melalui penerbitan SUN yang diperuntukkan bagi investor ritel domestik

Grafik 6.7. Volume Transaksi dan Posisi Domestic Non-Deliverable Forward (DNDF)



Sumber: Bank Indonesia

14 Volume transaksi derivatif valas secara keseluruhan dapat dilihat pada Bab 4 Inflasi dan Nilai Tukar.

15 Volume transaksi *spot* dapat dilihat pada Bab 4 Inflasi dan Nilai Tukar.

dengan fitur yang menarik.^{16,17} Penguatan basis investor domestik diharapkan dapat mendukung kemandirian dalam pembiayaan pembangunan, sekaligus berkontribusi positif pada upaya menjaga stabilitas sistem keuangan. Dalam kaitan ini, Pemerintah pada 2018 kembali menerbitkan obligasi negara ritel Indonesia (ORI), *savings bond* ritel (SBR), sukuk negara ritel (SUKRI), dan sukuk negara tabungan (ST) dengan total penerbitan sekitar 46 triliun Rupiah atau sekitar 7% dari total penerbitan SBN berdenominasi Rupiah. Pemerintah juga secara berkelanjutan menerbitkan SUN seri *benchmark* untuk meningkatkan likuiditas di pasar SUN. Kebijakan ini sekaligus mendorong pembentukan kurva imbal hasil surat utang pemerintah (*risk-free yield curve*), untuk mendukung pembentukan harga di berbagai produk keuangan.

Upaya pendalaman pasar obligasi korporasi dilakukan dengan memperkuat pengembangan pada segmen pasar pemodal profesional. Dalam kaitan ini, OJK melakukan penyederhanaan proses penawaran umum atas penerbitan efek bersifat utang. Penyederhanaan proses tersebut diantaranya korporasi yang melakukan penawaran umum efek bersifat utang atau sukuk kepada pemodal profesional tidak wajib memperoleh hasil pemeringkatan efek jika melakukan penawaran umum non berkelanjutan. Dengan demikian, proses penerbitan efek bersifat utang dapat lebih cepat dibandingkan dengan penerbitan yang ditawarkan kepada masyarakat secara luas (publik). Hal ini sangat bermanfaat bagi perusahaan yang masih dalam tahap awal beroperasi, namun memiliki prospek yang bagus. Kebijakan diharapkan dapat memberikan alternatif pembiayaan bagi korporasi penerbit sekaligus instrumen investasi bagi pemodal profesional.

Terakhir, upaya pendalaman pasar modal dilakukan dengan meningkatkan efisiensi penyelesaian transaksi pada transaksi bursa, yang utamanya adalah transaksi saham, diantaranya melalui percepatan waktu penyelesaian transaksi.¹⁸ Percepatan waktu penyelesaian transaksi ditujukan untuk meningkatkan likuiditas melalui percepatan *reinvestment*, dimana efek yang telah dibeli oleh investor dapat dijual kembali dalam waktu lebih singkat. Kondisi ini membuat dana dapat diinvestasikan kembali ke instrumen investasi lainnya. Dengan perputaran dana dan efek yang lebih cepat, pasar saham diharapkan akan menjadi lebih aktif dan likuid. Tujuan lainnya ialah penyesuaian waktu penyelesaian dengan bursa-bursa di dunia. Selain itu,

16 Surat utang tersebut terdiri dari dua jenis yaitu konvensional dan berbasis syariah. Surat utang konvensional adalah ORI dan SBR, sementara surat utang berbasis syariah adalah SUKRI dan ST.

17 Fitur yang menarik di antaranya nominal investasi yang terjangkau, *return*/imbal hasil yang kompetitif, fitur *early redemption* dan dapat dibeli secara *online* melalui mitra distribusi (bank dan lembaga keuangan nonbank).

18 Percepatan waktu penyelesaian transaksi dari T+3 menjadi T+2.

percepatan waktu penyelesaian transaksi ditujukan untuk membantu mengurangi risiko pasar di pasar modal Indonesia.

6.4. Memperluas Inovasi Pembiayaan Infrastruktur

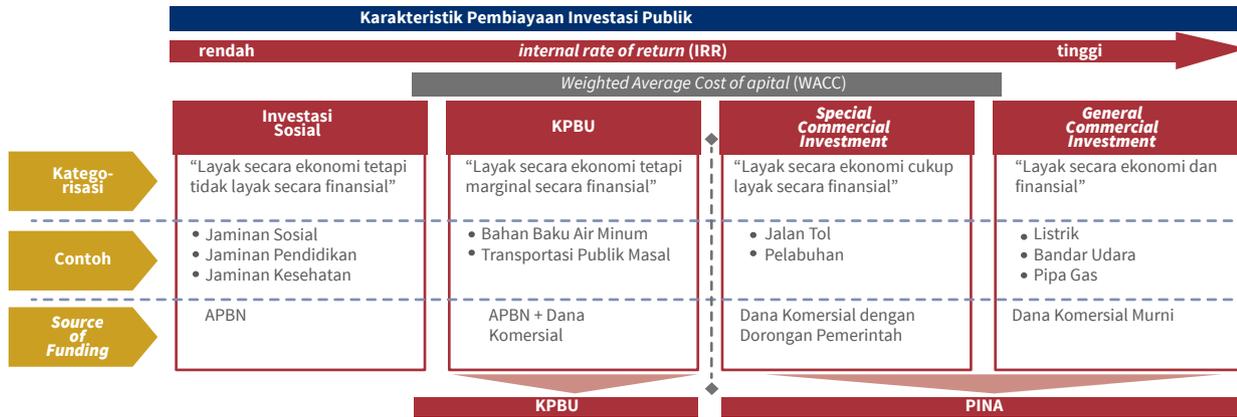
Kebijakan memperluas inovasi pembiayaan infrastruktur difokuskan pada upaya mendorong peran swasta dalam pembiayaan, memperkaya inovasi instrumen pembiayaan, serta mempercepat pembiayaan melalui program pendampingan dan fasilitasi. Peningkatan peran swasta diperlukan mempertimbangkan kebutuhan dana yang sangat besar untuk pembangunan infrastruktur yakni sekitar 5.519 triliun Rupiah.¹⁹ Pembiayaan diharapkan dapat disediakan oleh Pemerintah dari anggaran pendapatan dan belanja negara (APBN), serta anggaran pendapatan dan belanja daerah (APBD) hanya sekitar 50%. Sementara itu, kapasitas perbankan dalam menyediakan pinjaman termasuk di dalamnya untuk pembiayaan infrastruktur, makin terbatas. Untuk itu sumber pembiayaan dari swasta sangat dibutuhkan. Upaya mendorong peningkatan peran swasta perlu disertai dengan pengayaan instrumen pembiayaan, untuk dapat menampung dana investasi swasta yang sesuai dengan tujuan investasi dan profil risiko yang diinginkan. Dalam kaitan ini, program pendampingan dan fasilitasi dilakukan untuk mempercepat proses pembiayaan untuk pembangunan infrastruktur.

Kebutuhan pembiayaan yang besar mendorong Pemerintah berperan aktif dalam mendorong keikutsertaan swasta dalam pembiayaan. Pemerintah mempunyai dua bentuk skema pembiayaan swasta dalam pembiayaan infrastruktur, yaitu: (i) kerja sama pemerintah dan badan usaha (KPBU), atau yang sering dikenal dengan istilah *public-private partnership* (PPP); dan (ii) pembiayaan infrastruktur non-APBN (PINA). Skema PPP utamanya difokuskan pada proyek infrastruktur yang layak secara ekonomi tetapi marginal secara finansial. Sebaliknya, proyek infrastruktur yang layak secara ekonomi dan finansial akan didorong untuk memperoleh pembiayaan dari sektor swasta (Gambar 6.3).

Untuk memperluas inovasi pembiayaan, pengaturan atas beberapa instrumen pembiayaan telah dilakukan sementara instrumen lainnya masih dalam tahap pengkajian lebih lanjut. Berdasarkan SN-PPPK, terdapat 9 instrumen pembiayaan yang berpotensi sebagai instrumen untuk pembiayaan infrastruktur, seperti sekuritisasi efek beragun aset, *mandatory convertible bonds* dan *green bonds*, dan juga instrumen pembiayaan

19 Berdasarkan Rencana Pembangunan Jangka Menengah Nasional (RPJMN) 2015-2019.

Gambar 6.3. Skema Pembiayaan Infrastruktur



Sumber: SN-PPPK

berbasis syariah seperti wakaf-linked sukuk (Lihat Boks 6.3 Mendorong Peran Swasta dalam Pembiayaan Infrastruktur). Untuk memperkuat pembiayaan pada proyek infrastruktur yang mengedepankan keselarasan antara aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan hidup, OJK telah menerbitkan ketentuan yang mengatur mengenai penerbitan *green bonds*.²⁰ Proyek infrastruktur yang umumnya didanai melalui penerbitan *green bonds/sukuk*, diantaranya ialah penyediaan air bersih dan pembangunan sarana transportasi yang minim polusi.

Sejalan dengan upaya mempercepat realisasi pembiayaan infrastruktur, Bank Indonesia, OJK, dan Kementerian Keuangan yang tergabung dalam FK-PPPK mendorong upaya peningkatan peran pasar keuangan dalam pembiayaan infrastruktur melalui program pendampingan dan fasilitasi. Program dilakukan melalui *focus group discussion* (FGD) untuk mengidentifikasi masalah pembiayaan sekaligus menggali kejelasan implementasi ketentuan terkait instrumen pembiayaan yang telah ada. Bila masalah yang diidentifikasi terkait pengaturan berada di bawah naungan FK-PPPK, maka FK-PPPK akan mencari solusi penyelesaian untuk percepatan pembiayaan dengan tetap memerhatikan koridor pengaturan yang mengedepankan prinsip kehati-hatian. FK-PPPK juga turut berkoordinasi dengan Kementerian terkait untuk mengoptimalkan pembiayaan infrastruktur melalui pasar keuangan.

Berbagai upaya mendorong pembiayaan infrastruktur menghasilkan dampak yang positif. Pada 2018, FK-PPPK bekerja sama dengan Kementerian BUMN, mendorong pembiayaan pembangunan infrastruktur yang dilakukan oleh BUMN. Tepatnya pada Oktober 2018, pembiayaan proyek infrastruktur strategis senilai 13,6 miliar dolar AS ditandatangani. Proyek strategis tersebut tersebar di berbagai sektor antara lain jalan tol, pariwisata, dan manufaktur, dengan jenis pembiayaan yang bervariasi. Adanya instrumen pembiayaan infrastruktur baru dalam penandatanganan tersebut menandai inovasi pembiayaan infrastruktur yang berkembang (Lihat Boks 6.3 Mendorong Peran Swasta dalam Pembiayaan Infrastruktur). Di samping itu, penerbitan *green bonds* dimanfaatkan oleh swasta pertama kalinya pada 2018. Pada Juli 2018, PT. Sarana Multi Infrastruktur (Persero) (PT. SMI) menjadi pihak swasta pertama yang menerbitkan *green bonds* dengan nilai emisi sebesar 500 miliar Rupiah. Sebelumnya, Pemerintah Indonesia tercatat sebagai pionir dalam penerbitan *green bonds* di kawasan Asia Tenggara melalui penerbitan *Green Sukuk* senilai 1,25 miliar dolar AS pada bulan Maret 2018. *Green bonds* ini diharapkan dapat memperluas alternatif pembiayaan infrastruktur bagi penerbit, sekaligus mendorong peningkatan minat investor dalam berinvestasi dengan pilihan produk yang lebih beragam.

20 *Green bonds* merupakan surat utang jangka panjang yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur yang berwawasan lingkungan.

Penyempurnaan *Benchmark Rate* Pasar Uang (IndONIA dan JIBOR)

Insiden manipulasi LIBOR pascakrisis keuangan global 2008 melatarbelakangi pembentukan *benchmark rate* pasar uang yang kredibel oleh otoritas dan instansi global saat ini.¹ Pada 2013, International Organization of Securities Commissions (IOSCO) mengeluarkan prinsip pembentukan *financial benchmark* yang didukung oleh Financial Stability Board (FSB) G-20 untuk diterapkan pada pasar keuangan global. Implementasi prinsip IOSCO tersebut telah diterapkan oleh banyak negara dalam penetapan Interbank Offered Rate (IBOR).² Guna meningkatkan kredibilitas *benchmark rate*, beberapa negara maju telah menetapkan *benchmark rate* yang langsung dibentuk dari transaksi di pasar untuk tenor *overnight* (O/N) dan menggali potensi untuk konversi menjadi suku bunga bertenor lebih panjang yang dapat menggantikan IBOR yang berbasis kuotasi.

Di Indonesia, walaupun tidak terjadi upaya manipulasi terhadap *benchmark rate* domestik yaitu JIBOR, upaya penguatan *benchmark rate* domestik perlu terus dilakukan. Terdapat tiga hal yang melatarbelakangi upaya penguatan tersebut, yaitu: (i) kebutuhan penguatan *benchmark rate* untuk mendorong pengembangan pasar derivatif suku bunga untuk memitigasi risiko perubahan suku bunga; (ii) kebutuhan *benchmark rate* yang transparan untuk penetapan suku bunga dalam berbagai produk keuangan yang bersifat mengambang, termasuk penentuan suku bunga DPK dan kredit perbankan; dan (iii) kebutuhan pembentukan *benchmark rate* yang sesuai standar internasional dengan mengadopsi prinsip IOSCO. *Benchmark rate* yang kredibel dan transparan akan mempermudah pelaku pasar dalam mengelola ekspektasi suku bunga dan eksposur risiko, sehingga diharapkan akan meningkatkan penggunaan *benchmark rate* oleh pelaku pasar di berbagai produk keuangan.

Penggunaan *benchmark rate* akan mengurangi kompleksitas pelaksanaan transaksi dan mendorong efisiensi transaksi. Efisiensi ini diharapkan berkontribusi pada peningkatan volume transaksi, sehingga mendorong pendalaman pasar keuangan. Jika pelaku pasar telah mengacu pada suatu *benchmark rate* yang sama, maka akan terjadi standarisasi penggunaan suku bunga acuan pada berbagai transaksi dan instrumen keuangan. Contoh penggunaan *benchmark rate* antara lain: (i) penentuan suku bunga dalam surat utang dan/atau pinjaman dengan suku bunga mengambang; (ii) penggunaan sebagai referensi untuk transaksi derivatif suku bunga seperti IRS dan OIS; serta (iii) penggunaan untuk valuasi instrumen keuangan.

Sebagai contoh, korporasi A memiliki pinjaman dari Bank B senilai Rp 2 triliun dengan jangka waktu 5 tahun (Gambar 1). Pembayaran bunga dilakukan 3 bulan sekali, dengan suku bunga mengacu pada JIBOR tenor 3 bulan + 50 *basis points* (bps). Untuk lindung nilai kenaikan biaya bunga pinjaman, Korporasi A melakukan transaksi IRS dengan Bank C. Selanjutnya, Korporasi A akan menerima dana dari Bank C setiap 3 bulan menggunakan JIBOR 3 bulan + 50 bps, namun sebagai gantinya Korporasi A membayar dana setiap bulannya menggunakan *fixed rate* kepada Bank C. Dengan demikian, Korporasi A tetap dapat memenuhi kenaikan pembayaran bunga kepada Bank B yang bersumber dari pendapatan dari Bank C, namun dengan biaya yang bersifat *fixed* dan dibayarkan oleh Korporasi A kepada Bank C.

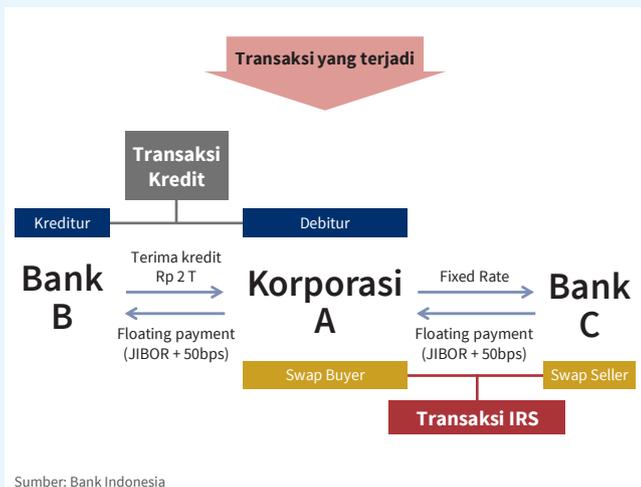
Penyempurnaan *benchmark rate* domestik secara garis besar terdiri atas: (i) pembentukan *benchmark rate* yang terdiri dari IndONIA (berbasis transaksi) untuk tenor O/N dan JIBOR (berbasis kuotasi) untuk tenor 1 minggu hingga 12 bulan; (ii) penguatan JIBOR berupa pembentukan yang sedapat mungkin mengacu pada data transaksi dan peningkatan tata kelola; dan (iii) perpanjangan mekanisme *transactable* pada JIBOR ke tenor 6 bulan.³ Perpanjangan mekanisme *transactable* bertujuan untuk meningkatkan kredibilitas *benchmark rate* tenor panjang, di tengah likuiditas transaksi pasar uang pada tenor tersebut yang masih rendah.

1 *Benchmark rate* adalah suku bunga acuan yang dapat digunakan oleh pelaku pasar dan dunia usaha dalam berbagai transaksi keuangan.

2 IBORs merepresentasikan suku bunga penawaran atas transaksi pinjam meminjamkan dana tanpa agunan (*unsecured*) dengan tenor bervariasi dari O/N hingga 12 bulan, yang ditentukan berdasarkan kuotasi suku bunga dari bank kontributor yang ditunjuk sebagai representasi pelaku pasar.

3 Mekanisme *transactable* adalah mekanisme yang mewajibkan sebuah bank kontributor (*quoting bank*) untuk menerima permintaan atas transaksi oleh bank kontributor lain (*asking bank*) pada suku bunga yang ditawarkan oleh *quoting bank*, sepanjang memenuhi batasan tertentu.

Gambar 1. Contoh Penggunaan *Benchmark Rate* dalam Transaksi IRS



Benchmark rate yang langsung dibentuk berdasarkan transaksi di pasar sesuai struktur pasar uang domestik saat ini hanya dapat dilakukan di tenor O/N, yaitu dengan IndONIA. Hal ini disebabkan likuiditas transaksi di pasar *unsecured* tenor O/N tergolong likuid dan disertai dengan pembentukan harga yang kompetitif seiring dengan banyaknya bank yang berpartisipasi. Hal tersebut mendorong pembentukan *benchmark rate* secara *robust* dan resilien. Namun demikian, *benchmark rate* untuk tenor 1 minggu ke atas belum dapat dibentuk langsung dari transaksi di pasar karena likuiditas transaksi pada pasar uang di tenor lainnya masih relatif rendah. Kondisi ini yang melatarbelakangi alasan penetapan *benchmark rate* tenor 1 minggu ke atas masih berbasis kuota.

Pembentukan JIBOR diupayakan untuk mengacu pada data transaksi dan mempunyai tata kelola yang baik. Dalam menetapkan kuota untuk JIBOR, bank kontributor harus menggunakan data input sesuai dengan jenjang yang telah ditetapkan. Jenjang data *input* ditetapkan berdasarkan struktur mikro pasar uang saat ini, dengan prinsip penggunaan data input yang memerlukan penyesuaian sekecil mungkin untuk mencerminkan definisi JIBOR sebagai prioritas yang lebih

tinggi. Jenjang data input terdiri dari: (i) data transaksi *unsecured* yang dilakukan oleh bank kontributor; (ii) kuota harga atas transaksi *unsecured* yang dapat dieksekusi (*executable bid and offers*); (iii) transaksi/ kuota transaksi pasar uang lainnya; dan (iv) penilaian profesional (*expert judgment*). Peningkatan tata kelola tersebut dilakukan, di antaranya melalui fungsi validasi, penatausahaan data dan informasi yang berhubungan dengan penetapan kuota, serta penguangan penerapan penetapan kuota dan penatausahaan dalam pedoman internal bank.

Penerapan perpanjangan mekanisme *transactable* pada JIBOR hingga ke tenor 6 bulan dilakukan dengan tetap mengedepankan prinsip kehati-hatian. Hal tersebut dilakukan melalui penerapan batas atas nominal transaksi dalam mekanisme *transactable* pada tenor 6 bulan yang lebih kecil dibandingkan dengan tenor lainnya yaitu 1 minggu sampai dengan 3 bulan. Hal ini disebabkan terdapat peningkatan risiko seiring dengan makin panjangnya tenor dalam transaksi *unsecured* yang menjadi dasar pembentukan JIBOR. Dengan penerapan nominal transaksi yang lebih rendah, diharapkan tujuan dan risiko bank dapat tetap terkelola dengan baik.

Pada penerapan *benchmark rate* domestik yang telah disempurnakan, akan disediakan masa transisi.⁴ JIBOR dengan kerangka penyempurnaan yang baru akan berlaku efektif per 2 Januari 2019. Namun, IndONIA telah diterbitkan pertama kali pada 1 Agustus 2018 dan akan menggantikan JIBOR O/N per 2 Januari 2019. Dalam masa transisi, pelaku pasar diharapkan dapat memahami pembentukan *benchmark rate* O/N yang baru, serta memahami pembentukan JIBOR dalam kerangka pengaturan yang baru. Dengan pemahaman tersebut, diharapkan proses adopsi penggunaan *benchmark rate* yang telah disempurnakan dapat mulai berjalan.

⁴ Keseluruhan penyempurnaan *benchmark rate* dituangkan dalam PBI No.20/7/PBI/2018 dan PADG No.20/19/PADG/2018 mengenai IndONIA dan JIBOR

Boks 6.2.

Ketentuan Transaksi *Domestic Non-Deliverable Forward (DNDF)*

Transaksi *Domestic Non-Deliverable Forward (DNDF)* merupakan transaksi FX Forward, yang penyelesaiannya dilakukan tanpa pergerakan dana secara penuh. Pada transaksi DNDF, terdapat mekanisme *fixing* untuk menentukan jumlah dana yang harus diserahkan saat penyelesaian transaksi, dengan membandingkan kurs DNDF dengan Jakarta Interbank Spot Dollar Rate (JISDOR) pada tanggal *fixing* (2 hari sebelum penyelesaian transaksi). Selisih antara kurs keduanya, menjadi basis dalam menentukan jumlah dana ketika penyelesaian transaksi secara *netting*.

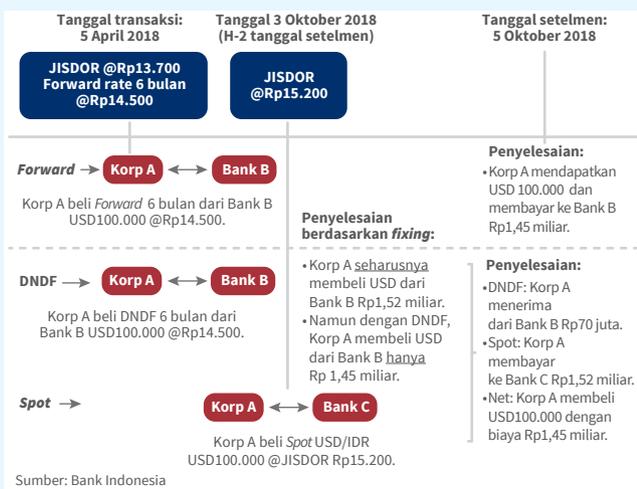
Perusahaan importir yang memerlukan dana valas untuk pembayaran impor dapat melakukan lindung nilai terhadap nilai tukar melalui 2 alternatif, yaitu bertransaksi *forward* beli atau DNDF beli. Dalam hal perusahaan melakukan lindung nilai melalui DNDF, maka perusahaan tetap harus melakukan transaksi *spot* beli untuk memperoleh dana valas yang dibutuhkan untuk pembayaran impor. Misalnya, importir A memerlukan pembelian valas sebesar 100 ribu dolar AS pada 6 bulan mendatang dengan kurs *forward* dan kurs DNDF diasumsikan sama yaitu Rp14.500 per dolar AS. Pada 6

bulan mendatang, realisasi kurs (menggunakan JISDOR) berada di level Rp15.200 per dolar AS (Gambar 1).

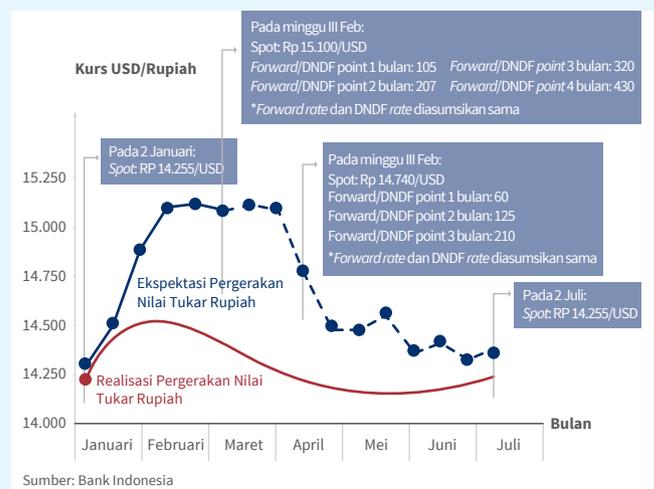
Transaksi DNDF memberikan fleksibilitas lindung nilai yang tinggi dalam hal pergerakan nilai tukar mempunyai ketidakpastian yang tinggi. Melalui DNDF, lindung nilai terhadap nilai tukar Rupiah dapat dilakukan pada tenor yang dapat disesuaikan dengan ekspektasi ke depan tanpa harus memperpanjang periode lindung nilai ke waktu dimana pembayaran dana harus dilakukan. Melalui fleksibilitas tersebut, biaya lindung nilai yang ditimbulkan bagi pelaku lindung nilai dapat menjadi lebih efisien.

Sebagai contoh, importir A merencanakan akan melakukan impor bahan baku dalam 6 bulan mendatang. Berdasarkan asesmen internal pada periode Januari-Juni 2018, perusahaan memperkirakan nilai tukar Rupiah bergerak stabil. Dalam realisasinya, nilai tukar Rupiah mengalami pelemahan tajam pada pertengahan Januari 2019 dan berlanjut hingga akhir Februari 2019 (Gambar 2). Dengan pelemahan tersebut, perusahaan meyakini bahwa pelemahan akan bersifat sementara dan nilai tukar Rupiah akan kembali berada di level sesuai perkiraannya pada akhir Juni. Namun, karena ada risiko bahwa nilai tukar Rupiah tidak akan kembali ke level tersebut, perusahaan pada awal Maret 2019 melakukan transaksi DNDF dengan tenor 1 bulan dan menunggu perkembangan pergerakan nilai tukar lebih lanjut. Memasuki pertengahan Maret 2019, pergerakan nilai tukar kembali menguat dan kondisi tersebut berlanjut hingga DNDF jatuh tempo pada awal April 2019. Sesuai perkiraan

Gambar 1. Contoh Penyelesaian Transaksi Lindung Nilai melalui Transaksi *Forward* dan DNDF



Gambar 2. Simulasi Pergerakan Nilai Tukar Rupiah dan Fleksibilitas Lindung Nilai melalui DNDF



perusahaan bahwa nilai tukar Rupiah akan menguat, perusahaan tidak melakukan transaksi DNDF kembali dan memutuskan untuk melakukan transaksi *spot* beli pada akhir Juni 2019. Dengan demikian, biaya lindung nilai menjadi lebih murah, dibandingkan bila perusahaan langsung melakukan lindung nilai melalui transaksi *forward* pada awal Maret 2019 dengan tenor 4 bulan di saat nilai tukar Rupiah mengalami tekanan.

Selain fleksibilitas lindung nilai yang diberikan, DNDF memberikan alternatif lindung nilai bagi investor asing yang memiliki aset Rupiah namun tidak ingin terkena eksposur volatilitas *non-deliverable forward* (NDF) di luar negeri (*offshore market*). Pasar NDF di luar negeri telah menjadi salah satu instrumen lindung nilai yang digunakan oleh investor asing dalam melakukan lindung nilai atas aset Rupiah yang dimiliki. Namun, kurs NDF dapat memiliki volatilitas yang lebih tinggi seiring dengan pelaksanaan transaksi dengan tujuan yang beragam tanpa adanya keharusan memiliki *underlying*. Volatilitas yang lebih tinggi tersebut cenderung akan mendorong lindung nilai menjadi lebih sulit dilakukan. Dengan demikian, investor asing memiliki alternatif lain dalam melakukan lindung nilai yaitu melalui transaksi DNDF di dalam negeri. Volatilitas kurs DNDF cenderung lebih rendah, karena pengaturan transaksi DNDF yang wajib disertai dengan *underlying* bagi nasabah dan peran Bank Indonesia untuk menjaga volatilitas nilai tukar Rupiah.

Bank Indonesia mengatur transaksi DNDF melalui penerbitan PBI No. 20/10/PBI/2018 tanggal 21 September 2018 mengenai transaksi DNDF dengan dilatarbelakangi oleh dua kondisi: (i) kebutuhan akan alternatif instrumen lindung nilai di tengah ketidakpastian global; dan (ii) upaya mengurangi tekanan fluktuasi nilai tukar Rupiah yang disebabkan oleh aktivitas lindung nilai yang dilakukan di luar negeri. Dalam hal investor terkena

eksposur atas NDF *rate* luar negeri, pergerakan NDF *rate* akan menjadi pemicu bagi investor apakah perlu melepas aset Rupiah dengan mempertimbangkan besarnya biaya lindung nilai dengan imbal hasil aset yang didapat. Kondisi tersebut meningkatkan kerentanan nilai tukar Rupiah atas pelepasan aset Rupiah. Untuk mengurangi kerentanan tersebut, dilakukan fasilitasi kebutuhan lindung nilai melalui instrumen serupa di dalam negeri yaitu DNDF.

Pengaturan transaksi DNDF bertujuan untuk meningkatkan aktivitas transaksi lindung nilai oleh pelaku pasar dalam rangka mendukung stabilitas nilai tukar Rupiah. Dengan adanya berbagai alternatif instrumen lindung nilai di dalam negeri, diharapkan keyakinan pelaku usaha dan investor dalam melakukan kegiatan ekonomi dan investasi meningkat. Pengaturan transaksi DNDF ditujukan kepada bank domestik, dengan tetap menerapkan prinsip kehati-hatian dalam bertransaksi. Dalam peraturan tersebut, terdapat tiga aspek pengaturan, yaitu: (i) pelaku transaksi; (ii) kewajiban dan persyaratan terkait *underlying* transaksi; dan (iii) penyelesaian transaksi dan transfer Rupiah.

Dalam rangka mengedepankan prinsip kehati-hatian, Bank Indonesia mengatur kewajiban dan persyaratan terkait *underlying* transaksi DNDF. Kewajiban akan adanya *underlying* tersebut berlaku untuk transaksi bank dengan nasabah, tetapi tidak berlaku untuk transaksi DNDF yang dilakukan antarbank. Penyelesaian transaksi DNDF wajib dilakukan dalam Rupiah. Dalam hal transaksi DNDF dilakukan oleh pihak asing, Rupiah yang didapat dari penyelesaian transaksi DNDF hanya dapat ditransfer ke luar negeri dalam bentuk valas, dengan terlebih dahulu melakukan transaksi *spot* atau *forward* dengan dokumen *underlying* berupa kontrak transaksi DNDF dan bukti transfer hasil penyelesaian transaksi.

Boks 6.3.

Mendorong Peran Swasta dalam Pembiayaan Infrastruktur

Penandatanganan kontrak pembiayaan infrastruktur di Bali pada Oktober 2018 merupakan bentuk kepercayaan dan dukungan investor terhadap keberlangsungan proyek pembangunan infrastruktur. Berbagai bentuk kontrak pembiayaan yang ditandatangani juga semakin mempertegas bahwa inovasi pembiayaan infrastruktur di pasar keuangan Indonesia terus berkembang. Salah satu inovasi pembiayaan infrastruktur tersebut adalah penandatanganan pernyataan efektif oleh OJK untuk penerbitan dana investasi infrastruktur berbentuk kontrak investasi kolektif-Dana Investasi Infrastruktur berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (DINFRA).¹ Selain itu, terdapat juga fasilitas *hedging* syariah yang ditandatangani, yang merupakan *hedging* syariah pertama di pasar keuangan syariah domestik.

Selain Pemerintah, Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan yang tergabung dalam FK-PPPK turut mendorong upaya peningkatan peran swasta dalam pembiayaan infrastruktur. Dengan dukungan dari Kementerian BUMN dan FK-PPPK, pada 11 Oktober 2018 telah ditandatangani pembiayaan proyek infrastruktur pada 12 BUMN dengan total nilai proyek sekitar 13,6 miliar dolar AS (Tabel 1). Pembiayaan yang ditandatangani tersebut mencakup pembangunan infrastruktur di 9 sektor, dengan jenis pembiayaan yang bervariasi. Pembiayaan tersebut mencerminkan tingginya minat investor baik domestik maupun luar negeri untuk berinvestasi pada proyek infrastruktur pemerintah.

Dalam mendorong peran swasta dalam pembiayaan infrastruktur secara keseluruhan, terdapat setidaknya 5 strategi yang dilakukan oleh Pemerintah. Strategi tersebut meliputi strategi dalam tahapan perolehan pembiayaan, masa pembangunan infrastruktur, hingga ketika pembangunan infrastruktur telah selesai dan mulai

Tabel 1. Penandatanganan Pembiayaan Proyek Infrastruktur pada 11 Oktober 2018

No.	Sektor	Jumlah Proyek	Total Pembiayaan (juta dolar AS)	Jenis Instrumen Pembiayaan
1	Penerbangan	2	900	<i>partnership</i>
2	Pariwisata	3	756,4	• <i>partnership</i> • <i>loan</i>
3	Jalan Tol	5	2.657	• DINFRA* (pernyataan efektif OJK) • RDPT** Equity • <i>loan</i>
4	Manufaktur	2	285	<i>partnership</i>
5	Pertambangan	2	1.170	<i>partnership</i>
6	Ketenagalistrikan	1	175	<i>loan</i>
7	Kereta Api	1	500	<i>partnership</i>
8	Energi	1	6.500	<i>partnership</i>
9	Bandar Udara	1	500	<i>partnership</i>

Sumber: Book of Signing, Indonesia Investment Forum 2018

Keterangan: Pada 11 Oktober 2018, turut ditandatangani transaksi lindung nilai mata uang (FX hedging) syariah senilai 128 juta dolar AS.

*DINFRA merupakan singkatan dari Dana Investasi Infrastruktur.

**RDPT merupakan singkatan dari Reksadana Penyertaan Terbatas.

beroperasi. Kelima strategi tersebut secara garis besar, yaitu:

1. Penyediaan fasilitas bantuan pendanaan oleh Pemerintah pada proyek-proyek infrastruktur yang layak secara ekonomi tetapi marginal secara finansial, guna meningkatkan IRR proyek;
2. Pengurusan pembebasan lahan yang dilaksanakan oleh pelaksana proyek dan di-*reimburse* kepada pemerintah;
3. Pembentukan lembaga untuk mendorong pembangunan infrastruktur, diantaranya lembaga yang memonitor proyek strategis nasional dan mengakselerasi pembangunan proyek prioritas (KPPIP), PINA *centre*, PPP *office*, dan lembaga penjaminan infrastruktur (PII);
4. Fleksibilitas pengaturan aliran kas selama masa konsesi (*limited concession scheme*); dan
5. Kemudahan melalui regulasi, diantaranya dengan perizinan 1 pintu untuk investor asing.

Tantangan terbesar dalam pembangunan infrastruktur adalah *project preparation* untuk mengidentifikasi dan meningkatkan tingkat *bankability* agar suatu proyek dapat menarik investor swasta. Ke depan, Pemerintah akan terus berupaya mendorong persiapan proyek sesuai dengan standar internasional. Persiapan yang matang

¹ DINFRA adalah wadah berbentuk kontrak investasi kolektif yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya sebagian besar diinvestasikan pada aset infrastruktur oleh manajer investasi (POJK No. 52/POJK.04/2017).

Gambar 1. Variasi Instrumen Pendukung Pembiayaan Infrastruktur



dan estimasi studi kelayakan yang akurat memudahkan keputusan model pembiayaan, yaitu PPP atau murni swasta (PINA). Sebuah proyek yang bersifat *bankable* akan memudahkan investor dalam melakukan asesmen terkait prospek finansial dalam sebuah pembiayaan infrastruktur, serta memiliki daya tarik bagi investor. Upaya peningkatan *project bankability* antara lain terkait studi kelayakan serta standar kontrak dan dokumen.

Ke depan, inovasi pembiayaan infrastruktur akan terus dikembangkan guna memenuhi kebutuhan yang beragam baik dari sisi penerbit maupun sisi investor. Untuk mendukung pembiayaan pembangunan yang membutuhkan biaya besar, Bank Indonesia, OJK dan Kementerian Keuangan yang tergabung dalam FK-PPPK telah menyusun berbagai strategi pengembangan instrumen pembiayaan. Setidaknya terdapat 9 instrumen yang potensial untuk mendukung pembiayaan pembangunan infrastruktur, termasuk didalamnya instrumen pembiayaan berbasis syariah (Gambar 1).

Kesembilan instrumen pembiayaan potensial disusun untuk dapat mengakomodir berbagai kebutuhan penerbit dan investor. Dari sisi penerbit, inovasi instrumen pembiayaan dapat mengakomodasi kebutuhan penerbit seperti: (i) kebutuhan untuk mengurangi tekanan peningkatan *leverage* pada neraca keuangan perusahaan; (ii) kebutuhan pendanaan yang disesuaikan dengan profil tenor dan arus kas perusahaan pada tahap

awal proyek; (iii) kebutuhan mendapatkan struktur pelunasan pendanaan yang disesuaikan dengan aliran kas (*cashflow*) proyek; (iv) kebutuhan perusahaan yang tidak ingin terkena risiko nilai tukar dalam pelunasan; dan (v) pemanfaatan dana wakaf untuk pembiayaan proyek infrastruktur. Sementara dari sisi investor, inovasi instrumen pembiayaan dapat mengakomodasi kebutuhan investor seperti kebutuhan investasi yang spesifik pada aset-aset infrastruktur dan kebutuhan investasi yang menginginkan eksposur pada proyek infrastruktur ramah lingkungan. Pengembangan kesembilan instrumen potensial tersebut perlu didukung dengan penerapan skema dan tarif perpajakan yang efisien.

Dengan berbagai upaya inovasi pembiayaan yang berkesinambungan, prospek pembangunan infrastruktur akan semakin baik ke depan, sehingga dapat meningkatkan produktivitas dalam mendukung pertumbuhan ekonomi. Sosialisasi dan edukasi menjadi salah satu kunci penting untuk mendorong pengembangan instrumen pembiayaan. Tidak hanya kepada investor, sosialisasi dan edukasi penting dilakukan kepada calon penerbit untuk mendorong sisi *supply* instrumen pembiayaan. Dengan penyempurnaan berbagai aspek yang menjadi prasyarat pengembangan, pengembangan instrumen pembiayaan diharapkan dapat mempercepat pembangunan infrastruktur.



