

BAB IV

BAURAN KEBIJAKAN BANK
INDONESIA DI TENGAH
DERASNYA ALIRAN MASUK
MODAL ASING



BAB IV

Bauran Kebijakan Bank Indonesia di Tengah Derasnya Aliran Masuk Modal Asing

Untuk mendukung stabilitas makroekonomi dan tercapainya pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan, Bank Indonesia mengedepankan pengelolaan kebijakan moneter secara berhati-hati dan dilaksanakan secara konsisten. Namun, pelaksanaan kebijakan-kebijakan tersebut dihadapkan pada berbagai tantangan yang tidak ringan.

Untuk merespons tantangan tersebut, Bank Indonesia menerapkan bauran instrumen kebijakan moneter dan makroprudensial. Penggunaan bauran kebijakan tersebut pada dasarnya bertujuan untuk mencapai keseimbangan internal dan eksternal melalui kebijakan suku bunga, nilai tukar dan pengelolaan arus modal asing serta akses likuiditas. Sementara itu, penerapan kebijakan makroprudensial diperlukan mengingat upaya untuk mencapai keseimbangan internal dan eksternal tidak dapat dilakukan dengan hanya mengandalkan pada satu instrumen kebijakan. Esensi dari kebijakan makroprudensial adalah menjaga stabilitas sistem keuangan dan membatasi kemungkinan terjadinya risiko sistemik dengan fokus utama untuk menetralkan perilaku prosiklikal dalam sistem keuangan. Bauran instrumen kebijakan dan makroprudensial tersebut dilakukan dalam konteks memperkuat manajemen moneter dan stabilitas sistem keuangan.

Kebijakan suku bunga ditempuh dengan menetapkan BI Rate yang mampu menjangkar ekspektasi inflasi ke arah sasaran inflasi ke depan. Untuk itu, Bank Indonesia secara berkala melakukan penilaian terhadap perkembangan terkini dan proyeksi perekonomian ke depan secara komprehensif

sebagai dasar dalam menentukan tingkat suku bunga yang tepat. Sepanjang tahun 2010, BI Rate dipertahankan pada level 6,5% karena pada saat itu kenaikan inflasi kelompok volatile food yang signifikan belum mengakselerasi ekspektasi inflasi sehingga belum dikhawatirkan mengganggu pencapaian sasaran inflasi ke depan.

Pada dasarnya, aliran masuk modal asing masih diperlukan sebagai salah satu sumber pembiayaan ekonomi. Namun, aliran modal asing yang didominasi oleh modal jangka pendek berpotensi meningkatkan tekanan terhadap stabilitas makroekonomi. Untuk mengelola arus modal asing tersebut, Bank Indonesia secara kontinu mencermati intensitas besarnya aliran modal asing agar dapat merumuskan kebijakan yang tepat. Saat ini, kebijakan stabilisasi nilai tukar diarahkan untuk membantu pencapaian sasaran inflasi, dengan tetap konsisten pada pencapaian sasaran makroekonomi lain, serta memberikan kepastian bagi dunia usaha dan menjaga daya saing ekspor.

Mengingat kompleksitas yang dihadapi maka stabilisasi nilai tukar dilengkapi dengan kebijakan makroprudensial. Untuk saat ini, kebijakan makroprudensial yang ditempuh masih cenderung moderat, antara lain dengan mewajibkan investor yang membeli instrumen SBI untuk menahan kepemilikannya minimal satu bulan sebelum dijual ke pihak lain. Bank Indonesia juga mengeluarkan Term Deposit (TD) sebagai upaya untuk mengelola pergerakan portofolio investor asing pada instrumen moneter. Di samping itu, Bank Indonesia kembali menerapkan batas maksimum saldo harian Pinjaman Luar Negeri (PLN) jangka pendek bank serta



menaikkan Giro Wajib Minimum (GWM) valuta asing secara bertahap yang akan efektif berlaku mulai Maret 2011.

Kondisi eksekutif likuiditas perbankan perlu dikelola karena berpotensi memberikan tekanan terhadap stabilitas makroekonomi. Kebijakan pengendalian likuiditas yang dilakukan saat ini yaitu mendorong perubahan perspektif pengelolaan likuiditas perbankan ke tenor jangka panjang, dengan mengurangi ketersediaan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) di pasar uang maupun dengan menerbitkan SBI tenor jangka panjang. Dalam perkembangannya, eksekutif likuiditas perbankan cenderung meningkat sehingga memerlukan kebijakan pengelolaan eksekutif likuiditas dengan intensitas yang lebih kuat. Merespons kondisi tersebut, Bank Indonesia menerapkan kebijakan dengan menaikkan GWM primer rupiah. Sementara itu, untuk mengatasi eksekutif likuiditas yang bersumber dari ekspansi rekening pemerintah, Bank Indonesia berkoordinasi dengan Pemerintah dalam pengelolaan uang negara yang mencakup Treasury Single Account (TSA).

Secara garis besar, kebijakan yang dikeluarkan Bank Indonesia selama tahun 2010 merupakan bagian dari strategi memperkuat manajemen moneter dan stabilitas sistem keuangan terutama dalam merespons tingginya arus masuk modal asing di tengah kondisi pasar uang domestik yang masih dangkal serta terbatasnya daya serap perekonomian. Melanjutkan strategi kebijakan pada periode tahun 2008 - 2009, beberapa kebijakan yang dirilis melalui Paket Kebijakan 16 Juni dan 29 Desember 2010 bertujuan untuk mendorong penyempurnaan fungsi pasar uang (well-functioning money market) dan memperlancar transmisi kebijakan moneter. Upaya tersebut dilakukan antara lain melalui penguatan stabilitas moneter yang meliputi penambahan instrumen pasar uang, penyempurnaan regulasi di pasar uang rupiah dan valuta asing, serta pendalaman pasar keuangan. Selain itu, Bank Indonesia juga terus mendorong intermediasi perbankan, meningkatkan ketahanan perbankan, penguatan kebijakan makroprudensial dan fungsi pengawasan perbankan.

4.1

Kebijakan Suku Bunga



Interaksi antara arus masuk modal asing yang cukup besar dan kondisi ekspekstasi likuiditas perbankan meningkatkan kompleksitas penggunaan suku bunga sebagai instrumen moneter tunggal. Hal ini terkait dengan penetapan suku bunga acuan maupun penerjemahannya melalui suku bunga pasar. Dari sisi kebijakan, kompleksitas permasalahan akan meningkat ketika suku bunga acuan yang dimaksudkan untuk menjangkar ekspektasi inflasi justru dapat memicu arus masuk modal asing jangka pendek. Di sisi lain, ekspekstasi likuiditas semakin bertambah seiring dengan meningkatnya aliran masuk modal asing. Hal tersebut menyebabkan pengelolaan likuiditas untuk menjaga agar suku bunga pasar uang bergerak di sekitar BI Rate dan dalam rentang koridornya serta agar suku bunga perbankan sejalan dengan arah kebijakan BI menjadi lebih kompleks.

■ BI Rate

Dalam kondisi ideal, kebijakan moneter dapat memengaruhi aktivitas perekonomian sehingga pada

gilirannya mampu mencapai sasaran inflasi secara efektif. Sensitivitas perkembangan variabel-variabel makroekonomi secara agregat berkorelasi dengan kebijakan moneter yang diterapkan saat itu. Berdasarkan teori, penerapan kebijakan moneter ditransmisikan melalui beberapa jalur seperti suku bunga, kredit, neraca, harga aset dan nilai tukar. Dalam konteks Indonesia, sejak Juli 2005 telah menerapkan *inflation targeting* dengan kebijakan moneter ditransmisikan melalui penetapan BI Rate sebagai acuan bagi suku bunga pasar yang pada akhirnya akan memengaruhi inflasi (lihat Boks 4.1).

Kebijakan BI Rate sepanjang tahun 2010 dilakukan secara terukur sebagai sinyal pencapaian sasaran inflasi. Kebijakan tersebut dilakukan dengan melakukan penilaian terhadap kondisi dan prospek perekonomian ke depan secara menyeluruh. Pilihan kebijakan yang ditempuh diarahkan pada upaya untuk menyelaraskan antara pencapaian target inflasi dan pertumbuhan ekonomi dengan tetap memerhatikan dinamika yang terjadi di pasar keuangan. Perkembangan pasar keuangan domestik juga menjadi fokus kebijakan mengingat struktur pasar keuangan yang sehat akan memberikan dampak positif terhadap efektivitas transmisi kebijakan moneter baik melalui jalur perbankan maupun jalur keuangan.

Sepanjang tahun 2010, BI Rate dipertahankan pada level 6,5%. Penetapan BI Rate pada level yang stabil sepanjang tahun didasarkan pada pertimbangan bahwa pada saat itu kenaikan inflasi kelompok *volatile food* yang signifikan belum mengakselerasi ekspektasi inflasi sehingga belum dikhawatirkan mengganggu pencapaian sasaran inflasi ke depan. Sejalan dengan keinginan Bank Indonesia untuk meningkatkan peran intermediasi perbankan, penetapan BI Rate pada level tersebut juga dipandang sebagai keputusan optimal yang diperlukan oleh sisi

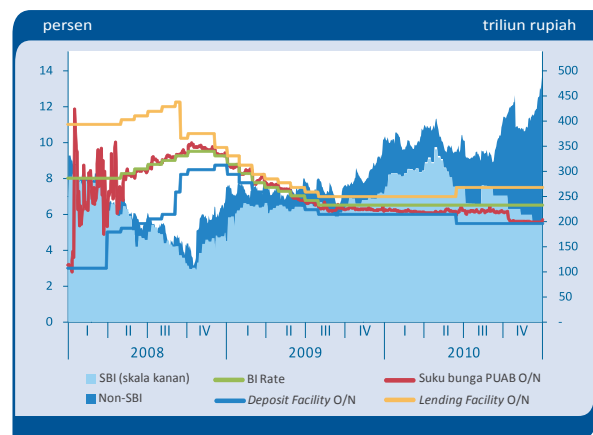
penawaran untuk merespons akselerasi sisi permintaan melalui peningkatan kapasitas sektor produksi. Selain itu, kebijakan tersebut diyakini masih cukup kondusif dalam mengakomodir derasnya aliran masuk modal asing dan dalam upaya menjaga stabilitas sistem keuangan domestik.

Dari sisi operasional, substansi pengelolaan moneter tetap diarahkan pada penerjemahan BI Rate melalui pengelolaan pergerakan suku bunga pasar uang dalam koridor suku bunga. Dalam hal ini, pengelolaan suku bunga pasar uang diarahkan agar deviasi pergerakan terhadap BI Rate serta volatilitasnya berada pada level yang minimal. Selama tahun 2010, secara umum suku bunga pasar uang bergerak di sekitar BI Rate dan berada dalam koridor serta memiliki volatilitas yang rendah. Hasil observasi selama tahun 2010 menunjukkan bahwa penerjemahan *stance* kebijakan moneter dalam konteks mekanisme transmisi melalui jalur suku bunga berjalan cukup baik. Efektivitas transmisi yang menghubungkan antara suku bunga BI Rate dengan suku bunga pasar uang juga relatif memadai meski dihadapkan pada tantangan yang semakin kompleks di penghujung tahun 2010.

Secara umum, pengelolaan pergerakan suku bunga pasar uang sejalan dengan kerangka teoritis bahwa suku bunga pasar uang diarahkan untuk bergerak di sekitar suku bunga kebijakan atau mendekati suku bunga kebijakan (Guthrie and Wright, 2000).⁶⁸ Sementara itu, hasil penelitian Dovy dan Jondeau (1999) serta Nugroho dan Pratomo (2006) menunjukkan adanya ambang batas antara volatilitas suku bunga pasar uang yang akan memengaruhi volatilitas nilai tukar dan suku bunga pasar uang dengan tenor yang lebih panjang.^{69, 70, 71}

■ Koridor Suku Bunga

Bank Indonesia melakukan kebijakan pengelolaan suku bunga antara lain melalui penyesuaian lebar koridor suku bunga. Dalam pelaksanaannya, terdapat dua episode pengelolaan lebar koridor suku bunga acuan, terkait dengan interaksi antara BI Rate (sebagai *anchor* kebijakan moneter) dan suku bunga pasar uang. Episode pertama dilakukan pada awal tahun 2010 sampai dengan pertengahan tahun 2010. Pada periode tersebut, lebar



Grafik 4.1 Suku Bunga Pasar Uang dan Koridor Suku Bunga

koridor suku bunga sebesar 100bps. Pada episode selanjutnya, pelebaran koridor dilakukan sejak 17 Juni 2010 dengan lebar koridor sebesar 200bps. Episode kedua juga ditandai dengan pergerakan suku bunga pasar uang yang stabil pada batas bawah koridor yang mulai terjadi pada pertengahan Oktober 2010 (Grafik 4.1).

Upaya untuk menjaga agar suku bunga pasar uang bergerak di sekitar suku bunga acuan dan di dalam koridor merupakan praktik yang lazim dilakukan oleh otoritas moneter di berbagai negara. Beberapa bank sentral lain yang menghadapi permasalahan eksekusi likuiditas di pasar uang, seperti Brazil dan Malaysia, juga menerapkan kebijakan melalui sistem koridor dengan menjaga pergerakan suku bunga pasar uang tetap berada di sekitar suku bunga acuan. Tujuan kebijakan tersebut terutama untuk menjaga kredibilitas sinyal kebijakan moneter serta menghindari dampak baik ke inflasi maupun nilai tukar. Dalam hal ini, deviasi suku bunga pasar uang terhadap suku bunga acuan masih dimungkinkan sepanjang tidak terlalu ekstrim dan tidak terjadi secara sistematis.

Hingga pertengahan tahun 2010, lebar koridor suku bunga merupakan lanjutan kebijakan pada tahun 2009 sebagai respons terhadap krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2008. Lebar koridor suku bunga pada saat itu dimaksudkan untuk memberi sinyal kesiagaan dan komitmen untuk menjaga keberlangsungan pasar uang di tengah distribusi likuiditas antarbank yang belum merata. Tujuan utama kebijakan tersebut adalah meningkatkan keyakinan antarpelaku di pasar uang. Pada periode tersebut, efektivitas transmisi kebijakan moneter dari BI Rate ke suku bunga pasar uang cukup kuat.

Sejalan dengan membaiknya kondisi pasar uang, Bank

68 Guthrie dan Wright, 2000, "Open mouth operations", Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 46(2), pages 489-516, October.

69 Dovy, S. A. da Jondeau, E., 1999. "Interest Rate Transmission and Volatility Transmission Along the Yield Curve". Banque De France.

70 Agung dan Pratomo (2006), Manajemen Suku Bunga Instrumen Moneter. Biro Riset Ekonomi, Bank Indonesia.

71 Metodologi melalui *threshold regression*, Hansen (1996,1997,1999 dan 2000).

Indonesia melakukan penyesuaian lebar koridor suku bunga sejak 17 Juni 2010. Penyesuaian lebar koridor suku bunga dilakukan melalui perubahan suku bunga instrumen *standing facilities* terhadap suku bunga acuan BI Rate. Langkah ini ditempuh untuk mendorong aktivitas transaksi antarbank dalam pemenuhan kebutuhan likuiditas jangka pendek. Lebar koridor suku bunga mengacu pada *best practices* negara-negara yang menerapkan *Inflation Targeting Framework* (ITF). Suku bunga *lending facility* dinaikkan dari BI Rate + 50 bps menjadi BI Rate + 100 bps, sementara suku bunga *deposit facility* diturunkan dari BI Rate – 50 bps menjadi BI Rate – 100 bps.⁷² Berdasarkan kebijakan tersebut, dengan BI Rate tahun 2010 sebesar 6,5% maka suku bunga *lending facility* menjadi sebesar 7,5% (6,5% + 100 bps) dan suku bunga *deposit facility* menjadi sebesar 5,5% (6,5% - 100 bps). Kebijakan pelebaran koridor suku bunga yang disertai oleh pengelolaan likuiditas yang lebih intensif mampu menjaga pergerakan suku bunga pasar uang berada di sekitar BI Rate.

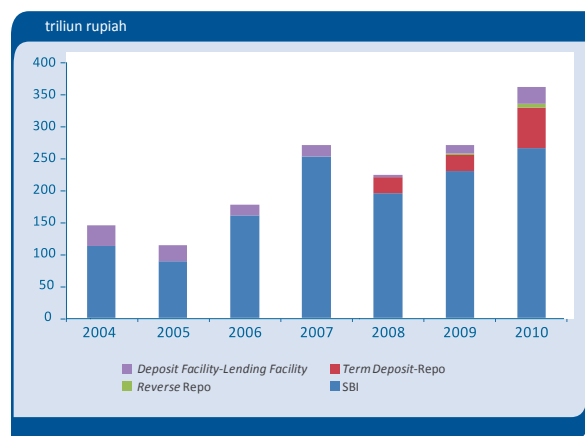
Sejalan dengan makin derasny aliran masuk modal asing sejak pertengahan Oktober 2010, pergerakan suku bunga pasar uang cenderung mendekati level *deposit facility*. Dalam kondisi tersebut diperlukan kebijakan pengelolaan likuiditas tambahan dengan intensitas yang lebih besar untuk menyerap likuiditas perbankan secara lebih permanen. Permasalahan yang sama juga dialami oleh beberapa negara *emerging markets* lain seperti Korea dan Thailand yang juga menerapkan sistem koridor namun

dengan pergerakan suku bunga pasar uang yang berada di bawah suku bunga acuan. Beberapa bank sentral lain bahkan secara implisit menggunakan sistem *floor* seperti China, India dan Filipina, sementara *European Central Bank* (ECB) membiarkan suku bunga pasar uangnya mendekati *deposit facility* sebagai bagian dari respons kebijakan lembaga tersebut dalam menghadapi krisis.

Dari sisi operasional, kebijakan tersebut sejalan dengan upaya untuk memperbaiki pengelolaan likuiditas ke tenor yang lebih berjangka panjang di tengah preferensi perbankan yang masih berjangka pendek. Preferensi tersebut disebabkan oleh antisipasi kebutuhan likuiditas jangka pendek. Kondisi tersebut merupakan bagian dari proses pembelajaran yang diperkirakan bersifat temporer. Dengan adanya pengelolaan aliran masuk modal asing secara lebih intensif dan didukung oleh langkah-langkah penanganan ekspek likuiditas perbankan yang lebih bersifat jangka panjang maka fenomena tersebut akan memudar dengan sendirinya. Namun perlu dipahami, bahwa keberlanjutan besaran aliran modal asing turut menentukan jangka waktu fenomena pergerakan pasar uang di sekitar batas bawah koridor.

Penerapan kebijakan koridor suku bunga dilengkapi dengan penggunaan instrumen moneter yang meliputi *term deposit* dan *repo* serta *reverse repo* SUN.⁷³ Di tengah kondisi ekspek likuiditas perbankan serta tekanan suku bunga pasar uang yang cenderung bergerak ke bawah, Bank Indonesia mengaktifkan penggunaan *term deposit* khususnya dengan tenor kurang dari 3 bulan untuk menjaga level suku bunga pasar uang tetap berada di sekitar BI Rate. Instrumen *term deposit* merupakan penempatan dana rupiah milik perbankan secara berjangka di Bank Indonesia. Instrumen pengelolaan likuiditas tersebut tanpa menggunakan *underlying* surat berharga, tidak dapat dipindahtangankan (*non-transferable*) serta tidak dapat dicairkan sebelum jatuh waktu kecuali memenuhi persyaratan *early redemption term deposit*.⁷⁴ Total posisi *term deposit* meningkat dari Rp2 0,8 triliun pada Mei 2010 menjadi Rp 150,4 triliun pada Oktober 2010 (Grafik 4.2). Melalui penggunaan instrumen tersebut, pergerakan suku bunga pasar uang jangka pendek stabil pada kisaran yang diinginkan meski

72 PBI No. 12/11/PBI/2010 tentang Operasi Moneter tanggal 2 Juli 2010, yang mulai berlaku pada tgl 7 Juli 2010. *Lending facility* dikenal sebelumnya dengan *repo overnight*. *Deposit facility* dikenal sebelumnya dengan Fasilitas Bank Indonesia (FASBI)



Grafik 4.2 Volume Instrumen Moneter

73 PBI No. 12/11/PBI/2010 tentang Operasi Moneter tanggal 2 Juli 2010, yang mulai berlaku pada tgl 7 Juli 2010. *Term Deposit* dan *Repo* dikenal sebelumnya dengan Instrumen *Fine Tune Kontraksi* (FTK) dan *Fine Tune Ekspansi* (FTE).

74 *Term Deposit* berjangka waktu lebih dari 1 bulan, Peserta OPT tidak memiliki SBI dan atau SBN berdasarkan posisi pukul 17.00 WIB atau Cut-Off Warning Sistem BI-RTGS

dengan kecenderungan lebih rendah dibandingkan dengan BI Rate. Di samping itu, Bank Indonesia juga mengoptimalkan penggunaan instrumen lainnya seperti repo dan *reverse repo* SUN dalam rangka pengelolaan likuiditas di pasar uang.

Menjaga pergerakan suku bunga pasar uang agar tetap berada dalam koridor merupakan upaya untuk mempertahankan kredibilitas Bank Indonesia khususnya dalam konteks transmisi kebijakan moneter. Upaya tersebut mengindikasikan bahwa transmisi kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia melalui penetapan BI Rate untuk memengaruhi suku bunga pasar uang dalam kondisi eksekusi likuiditas dipandang masih dalam level yang memadai dan cukup efektif, meski deviasi dengan BI Rate cenderung meningkat pada penghujung tahun 2010. Selain itu, kredibilitas kebijakan Bank Indonesia juga didukung oleh keyakinan pelaku pasar bahwa pergerakan suku bunga pasar uang yang cenderung mendekati *deposit facility* merupakan fenomena yang bersifat temporer.

Fenomena arus masuk modal asing yang cukup besar dan eksekusi likuiditas di pasar keuangan domestik juga memengaruhi mekanisme transmisi kebijakan. Aliran masuk modal asing yang cukup besar berpengaruh positif pada peningkatan eksekusi likuiditas di pasar uang domestik sebagaimana tercermin pada posisi Operasi Pasar Terbuka (OPT) yang tinggi. Eksekusi likuiditas yang tidak terserap melalui OPT berpotensi mendorong peningkatan jumlah uang beredar yang pada akhirnya akan memengaruhi ekspektasi inflasi. Jumlah likuiditas yang sedemikian besar

pada akhirnya mengakibatkan mekanisme *term structure interest rate* tidak bekerja dengan baik terutama dalam kondisi keterbatasan instrumen likuiditas yang tersedia di pasar keuangan domestik. Di sisi lain, peningkatan arus masuk modal asing yang berorientasi jangka pendek meningkatkan kekhawatiran terhadap ancaman pembalikan modal yang akan mendorong kenaikan premi risiko di pasar keuangan.

Meski upaya untuk memengaruhi suku bunga pasar uang berjalan cukup baik, namun respons suku bunga kredit cenderung lebih lambat. Pada tahun laporan, respons suku bunga kredit dan suku bunga simpanan tidak sebesar respons suku bunga pasar uang terhadap BI Rate. Rigiditas suku bunga kredit antara lain disebabkan oleh berbagai variabel yang memengaruhi penentuan suku bunga simpanan dan kredit seperti faktor inefisiensi dan kompetisi perbankan. Dalam praktiknya, inefisiensi yang relatif tinggi di industri perbankan nasional cenderung dibebankan pada suku bunga kredit seperti tercermin pada tingginya *margin* perbankan.

Mengingat kompleksitas yang dihadapi, kebijakan suku bunga dilengkapi dengan kebijakan lainnya dalam rangka membantu pencapaian sasaran inflasi dengan tetap konsisten pada pencapaian sasaran makroekonomi lain. Dalam konteks tersebut, Bank Indonesia menyiasati kerangka *impossible trinity* melalui pemilihan *middle ground solution* dan bukan *corner solution* dalam bentuk konfigurasi optimal dari stabilisasi nilai tukar, pengendalian arus modal dan respons suku bunga yang masih sejalan dengan kerangka ITF.

4.2

Kebijakan Nilai Tukar

Bauran kebijakan melalui stabilisasi nilai tukar dan pengelolaan lalu lintas modal ditujukan untuk menjaga stabilitas eksternal dan internal. Di tengah derasny arus masuk modal asing dan tekanan apresiasi, kebijakan stabilisasi nilai tukar diarahkan untuk meminimalkan volatilitas nilai tukar agar konsisten dengan pertumbuhan dan perkembangan makroekonomi khususnya dalam upaya pengendalian dan stabilisasi harga. Kebijakan stabilisasi nilai tukar tersebut sekaligus merupakan antisipasi terhadap pembalikan modal dengan menjaga cadangan devisa pada level yang memadai untuk memenuhi impor, kewajiban valuta asing serta sebagai *self insurance* (Grafik 4.3) (lihat Boks 4.2).

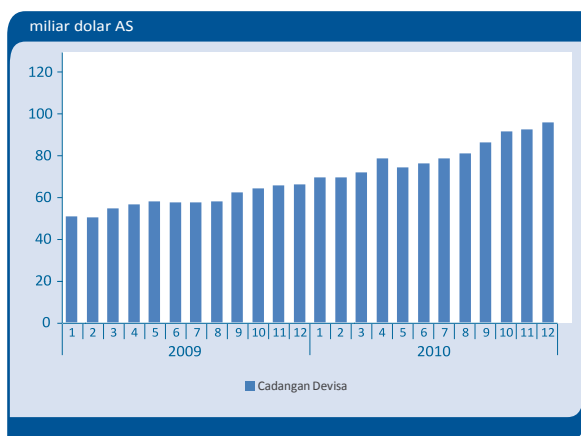
Untuk menahan laju apresiasi rupiah yang berlebihan, Bank Indonesia melakukan kebijakan intervensi secara terukur di pasar valuta asing. Upaya stabilisasi nilai tukar tersebut dilakukan secara *symmetric* dengan mengakomodir nilai tukar yang lebih fleksibel dan tetap memerhatikan tren nilai tukar negara-negara kawasan

agar daya saing rupiah tetap terjaga (Grafik 4.4). Dengan demikian, pergerakan rupiah diupayakan sedemikian rupa agar tidak mengalami *overshooting* dan tidak terlalu fluktuatif serta tidak menimbulkan dampak yang berlebihan terhadap pasokan likuiditas domestik.

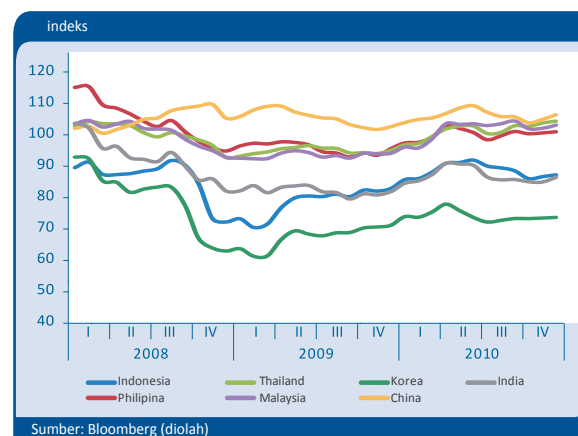
Di samping itu, Bank Indonesia juga melakukan penyempurnaan kegiatan pemantauan transaksi valuta asing dan pinjaman luar negeri yang dilakukan oleh perusahaan bukan bank untuk mendukung perumusan respons kebijakan nilai tukar yang lebih antisipatif dan responsif.^{75, 76} Penerapan kebijakan tersebut didasarkan pada beberapa pertimbangan yaitu konsistensi antara pergerakan nilai tukar dengan sasaran makro serta dampak dari eksekusi likuiditas sebagai akibat dari stabilisasi nilai tukar terhadap operasi moneter.

75 PBI No.12/16/PBI/2010 tentang Sistem *Monitoring* Transaksi Valuta Asing Terhadap Rupiah.

76 PBI No.12/1/PBI/ 2010 tentang Pinjaman Luar Negeri Perusahaan Bukan Bank



Grafik 4.3 Perkembangan Cadangan Devisa



Grafik 4.4 Perkembangan Nilai Tukar Negara Kawasan

4.3

Kebijakan Pengelolaan Arus Modal

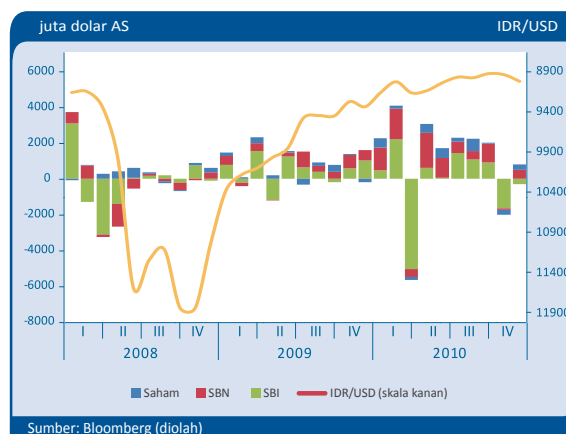
Mengingat kompleksitas yang dihadapi jika hanya mengandalkan intervensi, maka kebijakan stabilisasi nilai tukar dilengkapi dengan penerapan kebijakan makroprudensial dalam pengelolaan arus modal. Selama tahun 2010, kebijakan yang diterapkan antara lain dengan pengenaan *one month holding period* terhadap kepemilikan SBI. Bank Indonesia juga mengeluarkan *term deposit* sebagai upaya untuk mengelola pergerakan portofolio investor asing pada instrumen moneter. Sejauh ini, kebijakan tersebut mampu meminimalkan volatilitas nilai tukar dan pergerakan portofolio asing pada instrumen moneter. Sementara itu, Bank Indonesia juga telah menetapkan beberapa kebijakan makroprudensial lain yang akan diberlakukan pada tahun 2011 yaitu pembatasan Posisi Saldo Harian PLN Jangka Pendek Bank dan meningkatkan GWM valuta asing secara bertahap.

■ One Month Holding Period (OMHP) SBI

Meski pembiayaan ekonomi Indonesia masih membutuhkan dukungan modal asing, mayoritas modal asing yang masuk ke pasar domestik masih berorientasi jangka pendek. Preferensi asing terhadap instrumen SBI sangat tinggi mengingat pasar instrumen tersebut yang sangat likuid. Meningkatnya penempatan dana asing pada instrumen SBI sejalan dengan kondisi eksekutif likuiditas global di tengah belum memadainya fungsi intermediasi ke sektor riil serta masih terbatasnya instrumen keuangan yang dapat digunakan sebagai instrumen pengelolaan likuiditas bank. Sementara itu, tingginya porsi asing serta fluktuasi aliran modal asing pada instrumen SBI berpotensi meningkatkan volatilitas nilai tukar yang dikhawatirkan akan mengganggu pencapaian keseimbangan perekonomian (*internal and external balance*) dan menghambat kesinambungan

perekonomian dalam jangka menengah-panjang (Grafik 4.5).

Untuk mengatasi masalah tersebut, Bank Indonesia melengkapi kebijakan pengelolaan arus modal asing dengan kebijakan makroprudensial dalam bentuk OMHP. Pergerakan investasi portofolio pada instrumen moneter jangka pendek berpotensi meningkatkan volatilitas nilai tukar. Untuk memitigasi risiko tersebut Bank Indonesia menerapkan kebijakan OMHP yang mewajibkan pembeli SBI, baik di pasar primer maupun di pasar sekunder, memegang kepemilikan SBI yang dimilikinya selama minimal 1 bulan (28 hari). Selama periode tersebut, pemilik SBI tidak diperbolehkan melepas kepemilikan SBI-nya baik secara *outright* maupun *repo* kepada pihak lain, kecuali *repo* kepada Bank Indonesia. Kebijakan ini diberlakukan baik kepada pemilik SBI residen maupun non-residen dan dimaksudkan agar kepemilikan SBI maupun transaksinya di pasar sekunder dapat lebih berjangka panjang sehingga mendukung pendalaman pasar uang domestik dan efektivitas manajemen moneter.



Grafik 4.5 Nilai Tukar dan Pergerakan Portofolio Asing

Untuk pemenuhan kebutuhan likuiditas jangka pendeknya, bank pemilik SBI dapat memenuhinya dengan melakukan transaksi repo kepada Bank Indonesia. Kebijakan ini mulai berlaku pada tanggal 7 Juli 2010.

Kebijakan OMHP terhadap pembelian SBI berhasil mengurangi volatilitas nilai tukar. Selama triwulan II 2010 (sebelum implementasi OMHP), volatilitas nilai tukar mencapai 7,52% (*annualized*) sementara pada triwulan II dan III (pasca implementasi OMHP) volatilitas nilai tukar masing-masing menjadi 3,48% dan 2,88% (*annualized*).

■ **Term Deposit Rupiah**

Pada Juli 2010, Bank Indonesia memperkenalkan instrumen *term deposit* rupiah untuk mengelola likuiditas secara lebih permanen sekaligus mengelola pergerakan investasi portofolio dalam instrumen moneter. Salah satu sumber eksekusi likuiditas perbankan adalah tingginya aliran modal asing pada instrumen berjangka pendek. Oleh karena itu, diperlukan instrumen moneter *non marketable securities* yang mampu menyerap likuiditas secara lebih permanen. Instrumen moneter tersebut adalah *term deposit*, khususnya dengan tenor di atas 6 bulan. Instrumen ini telah banyak digunakan di negara lain (seperti Malaysia dan Korea) untuk mengelola pergerakan investasi portofolio dalam instrumen moneter. Di samping itu, dengan semakin besarnya porsi *term deposit* dalam OPT maka fluktuasi nilai tukar yang timbul akibat tingginya aktivitas investasi portofolio pada instrumen moneter yang bersifat *marketable securities* seperti SBI semakin berkurang.

Penyediaan fasilitas *term deposit* dilakukan secara bertahap untuk mempermudah perbankan melakukan proses adaptasi dalam manajemen likuiditas. Selama tahun 2010, volume instrumen *term deposit* cenderung berfluktuasi dan dipengaruhi oleh preferensi bank dalam menyikapi kebijakan BI serta siklus ekonomi yang memengaruhi pergerakan suku bunga pasar uang. Pada September 2010, volume instrumen *term deposit* dengan tenor kurang dari 1 bulan mengalami peningkatan. Hal tersebut antara lain disebabkan antisipasi yang dilakukan perbankan terhadap rencana perubahan GWM primer pada November. Sejak Oktober, Bank Indonesia mulai menurunkan target lelang SBI bersamaan dengan pembukaan lelang *term deposit* dengan tenor 1 dan 2 bulan. Pada periode berikutnya, penurunan target lelang SBI diikuti dengan lelang *term deposit* dengan tenor 2 dan 3 bulan. Dengan perkembangan tersebut, posisi SBI pada akhir tahun 2010 adalah sebesar Rp 200,1 triliun

atau turun dari posisi tahun sebelumnya yang mencapai Rp 255,5 triliun. Sementara itu, posisi *term deposit* naik dari sebesar Rp 49,4 triliun pada posisi tahun 2009 hingga menjadi sebesar Rp 172,6 triliun pada akhir tahun 2010.

■ **Pembatasan Posisi Saldo Harian Pinjaman Luar Negeri Jangka Pendek Bank**

Seiring dengan peningkatan arus masuk modal asing, kondisi likuiditas valuta asing perbankan meningkat cukup tinggi yang antara lain disebabkan peningkatan PLN jangka pendek termasuk rekening giro (*vostro*) dan instrumen keuangan luar negeri jangka pendek. Selain itu, kondisi ekonomi dan sistem keuangan yang semakin baik menyebabkan kondisi likuiditas perbankan kembali normal. Hal tersebut disertai dengan peningkatan yang cukup pesat PLN bank yang sebagian besar memiliki komposisi jangka pendek. Kondisi tersebut dikhawatirkan akan meningkatkan kerentanan terhadap stabilitas moneter dan sistem keuangan.

Untuk memitigasi risiko tersebut, Bank Indonesia memandang perlu untuk menerapkan kembali batasan posisi saldo harian PLN jangka pendek bank. Pada tahun 2008, Bank Indonesia telah mencabut aturan pembatasan PLN jangka pendek. Seiring dengan meningkatnya risiko pembalikan arus modal asing, maka Bank Indonesia memandang perlu untuk melakukan normalisasi kebijakan pembatasan posisi saldo harian PLN jangka pendek bank. Kebijakan tersebut ditujukan sebagai penerapan prinsip kehati-hatian dalam mengelola PLN jangka pendek bank serta mendorong PLN bank ke arah jangka panjang. Melalui kebijakan tersebut, posisi harian pinjaman luar negeri jangka pendek bank dibatasi menjadi sebesar maksimal 30% dari modal bank. Kebijakan tersebut akan efektif paling lambat akhir Januari 2011 dengan masa transisi selama 3 (tiga) bulan.

Bank Indonesia juga mencabut ketentuan mengenai penyediaan pasokan valuta asing bagi perusahaan domestik. Sejalan dengan pulihnya kepercayaan masyarakat serta membaiknya persepsi risiko investor terhadap perekonomian Indonesia, kondisi pasar valuta asing kembali ke kondisi normal. Hal ini ditandai oleh peningkatan aktivitas serta terbentuknya keseimbangan antara pasokan dan permintaan valuta asing. Oleh karena itu, diyakini bahwa kebutuhan likuiditas perusahaan dapat dipenuhi dari pasar valuta asing dalam negeri. Dengan pertimbangan tersebut, Bank Indonesia memandang

bahwa ketentuan yang mewajibkan bank untuk menyediakan valuta asing bagi perusahaan domestik tidak diperlukan lagi. Pelaksanaan ketentuan tersebut akan berlaku efektif pada akhir Januari 2011.

■ GWM Valuta Asing

Kenaikan likuiditas perbankan yang bersumber dari arus modal asing jangka pendek memunculkan risiko penarikan valuta asing baik untuk kebutuhan transaksi maupun kebutuhan lainnya. Tingginya arus masuk modal asing menyebabkan kondisi perbankan menjadi sangat likuid baik dalam rupiah maupun valuta asing. Namun, modal asing yang masuk tersebut terutama dalam bentuk investasi portofolio yang cenderung fluktuatif dan berpotensi meningkatkan volatilitas nilai tukar. Kondisi tersebut pada akhirnya meningkatkan risiko perbankan, khususnya jika terjadi penarikan likuiditas valuta asing dalam jumlah yang cukup besar. Untuk itu, perbankan perlu memperkuat manajemen pengelolaan likuiditas valuta asing.

Bank Indonesia mendorong peningkatan manajemen likuiditas perbankan melalui penyesuaian GWM valuta asing. Kebijakan tersebut ditujukan untuk memperkuat pengelolaan likuiditas perbankan untuk mengantisipasi peningkatan kebutuhan valuta asing khususnya berkaitan dengan karakteristik modal asing dalam bentuk portofolio yang cenderung fluktuatif. Pada akhirnya implementasi GWM valuta asing diharapkan dapat meminimalisir volatilitas nilai tukar. Penyesuaian GWM valuta asing juga didasarkan pada fakta bahwa kondisi pasar valuta asing yang sudah kembali normal sementara level GWM valuta asing saat ini, yaitu sebesar 1%, merupakan level terendah di kawasan dan dikhawatirkan tidak cukup untuk merespons terjadinya *shock* pada perekonomian.⁷⁷

Peningkatan GWM valuta asing dilakukan secara bertahap yaitu menjadi 5% pada Maret 2011 dan menjadi 8% pada Juni 2011. Penerapan kenaikan GWM valuta asing secara bertahap dimaksudkan untuk memberikan waktu yang

cukup bagi perbankan untuk menyesuaikan pengelolaan likuiditas valuta asingnya. Dalam kondisi likuiditas valuta asing yang melimpah, kenaikan GWM valuta asing diperkirakan dapat dipenuhi baik dengan memanfaatkan kelebihan likuiditas valuta asing maupun rupiah. Di samping itu, kebijakan tersebut diperkirakan berdampak minimal terhadap biaya dana sehingga tidak akan mengganggu intermediasi perbankan.

■ Kerjasama Bank Sentral Lintas Negara

Bank Indonesia juga meningkatkan kerjasama antar bank sentral sebagai upaya memperkuat posisi likuiditas valuta asing. Tujuan kerjasama tersebut antara lain untuk mengatasi permasalahan neraca pembayaran dan likuiditas jangka pendek di kawasan serta melengkapi kerjasama keuangan internasional yang telah ada. Salah satu bentuk kerjasama tersebut adalah implementasi perjanjian Chiang Mai Inisiatif Multilateralisasi (CMIM) antar negara-negara anggota ASEAN+3 yang efektif berlaku pada 24 Maret 2010. Perjanjian CMIM - sebesar 120 miliar dolar AS - merupakan perjanjian *swap* multilateral. Melalui perjanjian ini memungkinkan setiap anggota CMIM untuk melakukan *swap* mata uang lokal dengan dolar AS maksimum sejumlah kontribusi negara tersebut dikalikan dengan angka pengganda. Bersamaan dengan implementasi perjanjian CMIM, untuk meningkatkan pengamanan terhadap risiko dan tantangan ekonomi global, negara-negara anggota ASEAN+3 berkomitmen untuk bersama-sama mendirikan *surveillance unit* kawasan yang bersifat independen. Selain itu, sebagai kelanjutan dari implementasi kerjasama *Bilateral Currency Swap Arrangement* (BCSA) dengan *People's Bank of China* yang disepakati pada tahun 2009, Bank Indonesia menerbitkan aturan yang terkait dengan mekanisme pelaksanaan perjanjian tersebut. Dengan diimplementasikannya kerjasama BCSA, ketersediaan valuta asing terutama untuk mendukung transaksi kegiatan ekonomi di sektor riil dapat lebih terjamin. Hal tersebut pada gilirannya berkontribusi positif bagi upaya menjaga dan memelihara kestabilan nilai tukar rupiah.

⁷⁷ Salah satu kebijakan Bank Indonesia pada saat krisis finansial global 2008 adalah penurunan GWM valuta asing dari 3% menjadi 1%, antara lain untuk mengurangi keketatan likuiditas valuta asing pada saat itu.

4.4

Kebijakan Pengelolaan Ekses Likuiditas

Untuk menciptakan stabilitas pasar keuangan dan perekonomian secara keseluruhan di tengah derasnya aliran modal asing dan peningkatan ekses likuiditas, Bank Indonesia menerapkan kebijakan makroprudensial yang dilengkapi dengan kebijakan pengelolaan ekses likuiditas. Kombinasi kebijakan yang memadukan berbagai strategi dan instrumen moneter yang tersedia seperti suku bunga, pengelolaan arus modal, pengelolaan ekses likuiditas serta kebijakan makroprudensial lainnya telah diadopsi oleh banyak negara terutama ketika permasalahan yang berakar dari ketidakseimbangan pertumbuhan ekonomi global mulai muncul ke permukaan dengan kompleksitas yang terus meningkat.

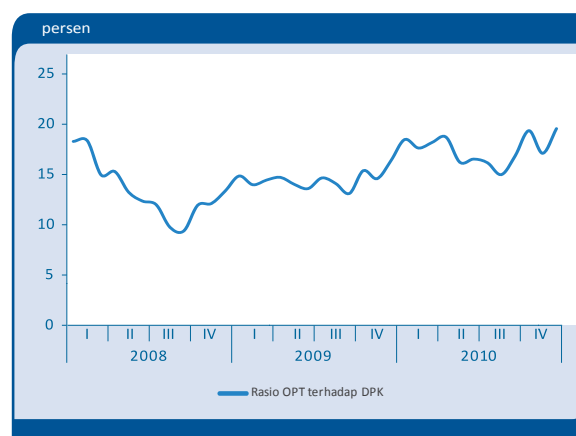
Kebijakan penguatan manajemen moneter yang dibarengi penyesuaian GWM mampu menahan laju pertumbuhan likuiditas perbankan dan mengubah komposisinya menjadi lebih bersifat jangka panjang. Penguatan manajemen moneter dilakukan antara lain melalui pengurangan suplai SBI, perpanjangan profil jatuh waktu SBI serta penerbitan instrumen *term deposit* khususnya dengan tenor jangka panjang. Kebijakan tersebut diharapkan mampu mengelola likuiditas secara lebih permanen serta menggeser komposisinya ke arah tenor jangka panjang. Sejalan dengan perkembangan arus masuk modal asing dan persistensi ekses likuiditas yang cenderung meningkat sebagaimana tercermin dalam rasio operasi pasar terbuka terhadap dana pihak ketiga perbankan, Bank Indonesia menerapkan kebijakan dengan intensitas yang lebih kuat melalui kenaikan GWM primer rupiah (Grafik 4.6). Kebijakan tersebut mampu mengurangi ekses likuiditas bank sehingga laju pertumbuhannya menjadi lebih terkendali dan tidak berlebihan. Sementara, untuk mengatasi sumber ekses likuiditas yang berasal dari ekspansi rekening pemerintah, Bank Indonesia berkoordinasi dengan Pemerintah untuk

pengelolaan uang negara yang mencakup *Treasury Single Account*.

■ Penjarangan Lelang SBI dan Penerbitan SBI dengan Jangka Waktu Lebih Panjang⁷⁸

Pada saat ini, peran Bank Indonesia sebagai salah satu sumber pemenuhan likuiditas bank (*lender of last resort*) masih sangat besar sementara pengelolaan likuiditas masih dalam perspektif jangka pendek. Untuk mengarahkan pengelolaan likuiditas dalam perspektif jangka panjang dan membenahi struktur suku bunga, Bank Indonesia menempuh kebijakan penjarangan lelang SBI dan penerbitan SBI dengan jangka waktu yang lebih panjang. Kebijakan penjarangan lelang SBI bertujuan agar peran Bank Indonesia sebagai salah satu sumber

⁷⁸ Kebijakan tersebut diluncurkan pada Maret 2010, dengan nama PP-SBI (Perpanjangan Profil Jatuh Waktu SBI).



Grafik 4.6 Rasio Operasi Pasar Terbuka terhadap Dana Pihak Ketiga Perbankan

pemenuhan likuiditas bank (*lender of last resort*) semakin berkurang dan beralih ke pasar uang melalui transaksi antar bank serta mengurangi segmentasi yang terjadi di pasar uang antar bank. Sementara itu, penerbitan SBI berjangka waktu lebih panjang bertujuan untuk pendalaman pasar uang domestik melalui penyediaan instrumen likuiditas dengan variasi tenor yang lebih panjang serta mendorong pengelolaan likuiditas dengan perspektif jangka panjang. Melalui kebijakan tersebut, Bank Indonesia mendapatkan ruang gerak yang lebih leluasa dalam memperkuat manajemen moneter khususnya dalam upaya pengelolaan aliran modal asing dan akses likuiditas yang bersifat struktural.

Kebijakan penjarangan lelang SBI dan penerbitan SBI dengan tenor jangka panjang dilakukan melalui beberapa tahapan (Tabel 4.1). Tahap I dimulai pada periode Maret-Juni dengan mengurangi penerbitan SBI 1 Bulan secara bertahap dan dilanjutkan dengan Tahap II pada periode Juli-Agustus dengan menerbitkan SBI berjangka waktu 3 dan 6 bulan. Sementara itu, Tahap III dilakukan mulai September dengan menerbitkan SBI berjangka waktu 3, 6 dan 9 bulan diikuti dengan Tahap IV dimulai pada Oktober melalui penerbitan SBI berjangka waktu 6 dan 9 bulan sementara *outstanding* SBI berjangka waktu 3 bulan mulai dikurangi. Pada Tahap V yang dimulai November, dilakukan penerbitan SBI berjangka waktu 6 bulan dan untuk SBI

berjangka waktu 3 bulan untuk sementara dinonaktifkan.⁷⁹ Untuk mendukung proses pentahapan tersebut, Bank Indonesia juga menggunakan instrumen berupa *term deposit-repo*, *reverse repo* SUN dan *standing facility* serta penjarangan periode lelang SBI dari mingguan menjadi dua mingguan dan kemudian menjadi bulanan. Dengan kebijakan tersebut, komposisi tenor instrumen moneter pada tahun 2009 terdiri dari SBI 1 Bulan (67,6%), SBI 3 Bulan (24,6%), SBI 6 Bulan (7,8%) dan SBI 9 Bulan (0%).

79 Terkait dengan penggunaan SBI 3 Bulan sebagai suku bunga referensi untuk asumsi makro, Pemerintah dapat menggunakan syarat dan ketentuan yang dikeluarkan Menteri Keuangan pada 28 Mei 1999 mengenai suku bunga SBI berjangka waktu 3 bulan sebagai dasar tingkat bunga SUN *variable rate*:

1. Tingkat Bunga Obligasi: Tingkat Bunga Obligasi didasarkan pada tingkat bunga per tahun yang sama dengan pengumuman hasil lelang Sertifikat Bank Indonesia Jangka Waktu Tiga Bulan - dihitung sampai dengan 5 (lima) angka di belakang koma - dari hasil lelang terakhir yang diselenggarakan sebelum Pengumuman Tingkat Bunga Obligasi kecuali untuk Jumlah Pembayaran Bunga Pertama.
2. Tingkat Bunga Obligasi Pengganti: Apabila selama 6 (enam) bulan kalender berturut-turut tidak terdapat suatu hasil lelang atas Sertifikat Bank Indonesia Jangka Waktu Tiga Bulan, maka penentuan Tingkat Bunga Obligasi didasarkan pada hasil lelang Surat Utang lain dari Pemerintah dengan jangka waktu tiga bulan dimana sistem pelelangannya setara dengan lelang Sertifikat Bank Indonesia dimaksud.
3. Apabila pelelangan Surat Utang lain dari Pemerintah tersebut tidak dilakukan, maka hasil pelelangan Sertifikat Bank Indonesia terakhir digunakan untuk menghitung Tingkat Bunga.

Tabel 4.1 Penjarangan Lelang SBI dan Penerbitan SBI dengan Jangka Waktu Lebih Panjang

Keterangan	Maret-Juni	Juli-Agustus	September	Oktober	Nov -Des
Perpanjangan Tenor SBI	Penerbitan SBI tenor 1 bulan bertahap dikurangi	Penerbitan SBI dengan tenor 3 dan 6 bulan	Penerbitan SBI dengan tenor 3, 6, dan 9 bulan	Penerbitan SBI dengan tenor 3 bulan diminimalkan	Penerbitan SBI dengan tenor 3 bulan dinonaktifkan
Pengurangan Suplai SBI dengan meningkatkan volume instrumen <i>term deposit</i> .			Volume instrumen <i>term deposit</i> tenor dibawah 1 bulan meningkat seiring dengan antisipasi penerapan GWM oleh perbankan dan dampak dari kembalinya uang kartal pascalebaran.	<ul style="list-style-type: none"> • Target lelang SBI dikurangi. • Lelang <i>term deposit</i> tenor 1 dan 2 bulan. 	<ul style="list-style-type: none"> • Target lelang SBI dikurangi. • Lelang <i>term deposit</i> tenor 2 dan 3 bulan.
Frekuensi Lelang SBI dan <i>term deposit</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Semester I-2010 : Lelang secara bertahap bergeser dari mingguan menjadi dwi mingguan lalu menjadi bulanan, dengan instrumen moneter yang dilelang adalah SBI 3 dan 6 bulan. • Semester II-2010 : Lelang bulanan SBI dengan prioritas tenor min 6 bulan serta <i>term deposit</i> yang diarahkan ke tenor minimal 1 bulan. 				

Sementara itu, komposisi tenor instrumen moneter pada tahun 2010 menjadi SBI 1 Bulan (0%), SBI 3 Bulan (5,0%), SBI 6 Bulan (67,6%) dan SBI 9 Bulan (27,4%).

■ GWM Primer Rupiah

Bank Indonesia meningkatkan rasio GWM primer rupiah untuk meredam dampak negatif dari membanjirnya arus masuk modal asing serta eksese likuiditas perbankan. Kebijakan GWM dilatarbelakangi oleh persistensi eksese likuiditas yang cenderung meningkat sehingga dibutuhkan kebijakan pengelolaan likuiditas dengan intensitas yang lebih tinggi. Kebijakan tersebut sekaligus sebagai sinyal untuk merespons peningkatan inflasi mengingat kompleksitas penggunaan instrumen suku bunga di tengah derasnya arus modal asing. Mempertimbangkan kondisi tersebut, Bank Indonesia meningkatkan GWM primer rupiah menjadi 8% pada November 2010. Pemilihan waktu penerapan ketentuan GWM primer rupiah juga didasarkan pada kondisi likuiditas perbankan saat itu yang tidak terlalu ketat sehingga dapat dipenuhi oleh semua bank tanpa menimbulkan gejolak di sektor keuangan.

Kenaikan GWM primer rupiah menjadi sebesar 8% mampu menyerap eksese likuiditas sebesar Rp 54,3 triliun. Dengan penyesuaian GWM primer rupiah tersebut menjadikan GWM efektif meningkat menjadi 11,2% atau setara dengan GWM efektif yang berlaku pada Oktober 2008 yang mencapai sebesar 11,6%.⁸⁰ Kenaikan GWM primer rupiah tersebut relatif lebih kecil dibandingkan dengan negara-negara lain seperti China, India dan Brazil.

Untuk mengurangi dampak kenaikan GWM primer rupiah terhadap biaya dana perbankan, Bank Indonesia memberikan remunerasi sebesar 2,5% atas tambahan kewajiban GWM primer rupiah. Kenaikan GWM primer rupiah yang dilengkapi dengan pemberian remunerasi tersebut pada akhirnya memberi dampak minimal terhadap kenaikan biaya dana perbankan. Meskipun demikian, secara historis perubahan ketentuan GWM yang terjadi pada tahun 2004, 2005, 2008 dan 2009 tidak selalu diikuti oleh kenaikan atau penurunan biaya dana. Berdasarkan kondisi faktual dari fenomena persistensi eksese likuiditas perbankan maka penyesuaian ketentuan GWM primer rupiah diyakini masih sejalan dengan upaya mencapai target pertumbuhan kredit pada tahun 2010.

⁸⁰ Dengan mempertimbangkan implementasi GWM LDR pada Maret 2011.

■ GWM Loan to Deposits Ratio (LDR)

Untuk mendorong fungsi intermediasi perbankan yang optimal Bank Indonesia akan menerapkan ketentuan GWM yang dikaitkan dengan LDR mulai Maret 2011. Dilihat dari aspek perbankan, tujuan utama penggunaan instrumen GWM LDR adalah untuk peningkatan fungsi intermediasi bank meski diperkirakan berdampak kontraktif terhadap likuiditas perbankan pada awal penerapannya. Di sisi lain, peningkatan fungsi intermediasi tidak hanya membantu ekspansi neraca bank dengan tetap memperhatikan prinsip kehati-hatian (*prudential principles*) tetapi juga meningkatkan akses pembiayaan bagi sektor riil sebagai penggerak roda perekonomian. Dari aspek makroprudensial, ketentuan GWM LDR merupakan upaya untuk meredam dan mengendalikan risiko yang muncul dari perilaku prosiklikal bank dalam pemberian kredit guna menjaga kesinambungan pertumbuhan ekonomi ke depan.

Kebijakan GWM LDR didasarkan pada prinsip keseimbangan antara pencapaian tujuan moneter dan stabilitas sistem keuangan. Mekanisme yang digunakan adalah mendorong perbankan untuk menjaga LDR pada level yang optimal yaitu sebesar 78%-100%. Bank yang memiliki LDR pada level tersebut tidak terkena kewajiban untuk menambah GWM. Bank diizinkan untuk mencapai level LDR diatas 100% namun harus didukung oleh tingkat permodalan yang memadai yaitu memenuhi ketentuan Kewajiban Penyediaan Modal Minimum (KPMM) sebesar 14%. Sebaliknya, bank yang memiliki level LDR dibawah 78% atau diatas 100% namun tidak memenuhi ketentuan KPMM terkena kewajiban untuk menambah GWM sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Adapun pemilihan waktu penerapan ketentuan GWM LDR pada Maret 2011 didasarkan pada pertimbangan bahwa industri perbankan memerlukan jangka waktu yang lebih panjang untuk melakukan proses penyesuaian *asset-liability management* (ALMA).

■ Pengelolaan Uang Negara: *Treasury Single Account*

Untuk mengatasi sumber eksese likuiditas yang berasal dari ekspansi rekening Pemerintah, Bank Indonesia berkoordinasi dengan pemerintah untuk pengelolaan uang negara yang mencakup *Treasury Single Account*. Salah satu sumber eksese likuiditas perbankan adalah ekspansi likuiditas yang berasal dari aktivitas pemerintah. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, Bank Indonesia berkoordinasi dengan Pemerintah dalam pengelolaan

uang negara, mencakup TSA. TSA merupakan sistem pengelolaan keuangan negara dimana seluruh penerimaan dan pengeluaran negara dikelola dalam satu rekening yaitu Rekening Kas Umum Negara (RKUN) di Bank Indonesia dan penerapan *zero balance* atas rekening Pemerintah yang berada di luar BI.⁸¹ Setelah penerapan TSA, rekening Pemerintah di BI dibagi menjadi dua kelompok yaitu Rekening Kas Umum Negara (RKUN) dan Rekening Penempatan. RKUN merupakan rekening tunggal untuk mengkonsolidasikan semua penerimaan dan pengeluaran Pemerintah dan berfungsi sebagai rekening penyimpanan. Kelompok rekening lainnya adalah Rekening Penempatan yang berfungsi untuk menempatkan kelebihan kas di RKUN. Sesuai kesepakatan, Pemerintah wajib menyediakan saldo sejumlah Rp2 triliun untuk RKUN Rupiah dan ekivalen sebesar 1 juta dolar AS untuk RKUN valuta asing (dolar AS dan non dolar AS).

TSA merupakan instrumen pengelolaan uang negara dalam kerangka kebijakan pengelolaan eksekusi likuiditas dan kebijakan fiskal. Dari sisi Bank Indonesia, implementasi TSA dapat mengelola eksekusi likuiditas yang bersumber dari ekspansi rekening pemerintah. Dari sisi pemerintah,

penerapan TSA dapat meningkatkan kepastian akan tersedianya dana secara tepat waktu untuk pengeluaran dan pembayaran utang Pemerintah pada saat dibutuhkan dan meminimalkan dana menganggur (*idle cash balances*) di bank umum melalui penentuan waktu yang tepat untuk *dropping* pengeluaran, pengumpulan penerimaan serta proyeksi arus kas yang pada gilirannya akan mengurangi biaya pengelolaan rekening. Di samping itu, Pemerintah dapat memperoleh *return* yang optimal dengan pengalokasian *cash balance* yang tepat serta meminimalkan risiko dalam pengelolaan kas Pemerintah yang mencakup *market risk* dan *credit risk*. Berkaitan dengan implementasi TSA, Bank Indonesia memberikan renumerasi atas penempatan dana milik pemerintah di Bank Indonesia untuk memberikan hasil yang memadai bagi penerimaan negara.⁸² TSA untuk rekening pengeluaran telah dilaksanakan sejak tahun 2007 sementara TSA untuk rekening penerimaan mulai dilaksanakan sejak Januari 2010.

81 Definisi TSA mengacu kepada “Pokok-Pokok Pengarahan Direktorat Pengelolaan Kas Negara Pada sosialisasi TSA Pengeluaran dan *Treasury National Pooling*” Sumber : <http://www.perbendaharaan.go.id> tanggal publikasi Jumat 31 Juli 2009.

82 Tingkat bunga atas Uang Negara (Rupiah dan Valuta asing) pada RKUN adalah sebesar 0,1% per tahun dan tingkat bunga pada masing-masing rekening penempatan adalah sebesar : a. 65% dari BI rate untuk rekening penempatan rupiah, b. 65% dari Fed Fund Rate untuk rekening penempatan dolar AS dan c. 65% dari suku bunga *home currency* untuk rekening penempatan valuta asing Non dolar AS.

4.5

Penguatan Stabilitas Sistem Keuangan

Selain memperkuat manajemen moneter, Bank Indonesia juga mengeluarkan beberapa kebijakan sebagai upaya untuk memperkuat stabilitas sistem keuangan. Stabilitas sistem keuangan diyakini merupakan bagian penting dari stabilitas makroekonomi. Beberapa kebijakan yang dikeluarkan Bank Indonesia diantaranya melalui penguatan stabilitas moneter yang meliputi penambahan instrumen pasar uang, penyempurnaan regulasi di pasar uang rupiah dan valuta asing, serta pendalaman pasar keuangan. Selain itu, Bank Indonesia juga terus mendorong intermediasi perbankan, meningkatkan ketahanan perbankan, penguatan kebijakan makroprudensial dan fungsi pengawasan. Beberapa kebijakan seperti penjarangan lelang SBI, penerbitan SBI jangka panjang, penerbitan *term deposit*, GWM primer rupiah, GWM Valuta asing, GWM LDR, dan TSA telah dijelaskan secara lebih dalam pada sub bab sebelumnya.

Salah satu kebijakan yang ditempuh adalah penyempurnaan ketentuan mengenai Posisi Devisa Neto (PDN). Tujuan utama dari penyempurnaan ketentuan mengenai PDN adalah untuk meningkatkan kedalaman pasar keuangan dalam negeri agar tetap kondusif bagi kebijakan stabilisasi nilai tukar rupiah. Perubahan dilakukan dengan menghapuskan batasan maksimal PDN *on balance sheet* sebesar 20% dan menetapkan batasan PDN secara keseluruhan maksimal sebesar 20% dari modal bank. Adapun ketentuan PDN yang berlaku setiap saat dilonggarkan menjadi 30 menit dan mulai berlaku sejak tanggal 1 Juli 2010. Melalui kebijakan ini, perbankan diharapkan dapat memanfaatkan dana masyarakat dalam valuta asing untuk ditempatkan di pasar valuta asing dalam negeri sehingga dapat menekan suku bunga valuta asing di dalam negeri. Penghapusan batasan PDN *on balance sheet* juga memberikan ruang gerak yang lebih

besar bagi perbankan untuk memfasilitasi kebutuhan lindung nilai nasabah.

Selain memperlonggar fleksibilitas pengelolaan likuiditas valuta asing perbankan, upaya pendalaman pasar keuangan juga dilakukan dengan memperkenalkan mekanisme *triparty repo* SBN. Melalui mekanisme tersebut, Bank Indonesia mendorong perubahan perilaku kepemilikan SBN oleh lembaga non-bank dari sebelumnya sebagai instrumen investasi yang dimiliki hingga jatuh tempo menjadi instrumen likuiditas yang dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Kebijakan ini juga bertujuan untuk memperluas basis investor kelembagaan dari dalam negeri. Mekanisme tersebut merupakan bagian dari pengelolaan likuiditas melalui transaksi *reverse repo* dengan *underlying asset* SBN dari institusi yang telah ditetapkan sebelumnya (misalnya Dana Pensiun dan Asuransi). Untuk memfasilitasi kebijakan tersebut, Bank Indonesia bekerjasama dengan pemerintah dan berbagai instansi terkait dalam mempersiapkan berbagai ketentuan dan mekanisme yang diperlukan. Mekanisme *triparty repo* SBN diharapkan dapat mulai dilakukan pada tahun 2011.

Untuk mendorong terciptanya kompetisi yang sehat dalam industri perbankan nasional, Bank Indonesia akan mengeluarkan beberapa kebijakan yang mendorong peningkatan fungsi dan transparansi proses intermediasi. Beberapa kebijakan tersebut antara lain terkait dengan sekuritisasi kredit pemilikan rumah, pengumuman suku bunga dasar kredit secara luas kepada masyarakat, penyesuaian Aktiva Tertimbang Menurut Risiko (ATMR) untuk kredit ritel, usaha mikro dan usaha kecil, Biro Kredit Swasta, upaya mendorong peningkatan peran Bank Pembangunan Daerah (BPD *Regional Champion*), serta perluasan akses kepada lembaga keuangan

(*Financial Inclusion*). Selain untuk meningkatkan eksposur pembiayaan, beberapa kebijakan dimaksudkan untuk meningkatkan tata kelola dan mendorong kompetisi yang sehat di industri perbankan nasional melalui terciptanya disiplin pasar. Beberapa kebijakan lainnya juga merupakan wujud kepedulian Bank Indonesia untuk menciptakan akses pembiayaan dan kesempatan berusaha yang setara bagi setiap kelompok masyarakat tanpa mengabaikan prinsip kehati-hatian dalam pengelolaan bank.

Selain itu, Bank Indonesia juga berupaya untuk menjaga agar perbankan tetap dalam kondisi yang aman dan sehat. Upaya tersebut akan terfokus pada peningkatan kompetensi dan kualitas pengelolaan bank termasuk upaya untuk memenuhi standar yang berlaku secara internasional. Beberapa kebijakan yang akan dikeluarkan terkait dengan penyempurnaan ketentuan mengenai uji kemampuan dan kepatutan (*Fit and Proper Test*), ketentuan mengenai kepatuhan bank umum, perhitungan ATMR untuk risiko kredit dengan menggunakan pendekatan standar (*Standardised Approach*) dan ketentuan mengenai manajemen risiko bagi bank yang melakukan kegiatan *bancassurance*. Penyempurnaan beberapa ketentuan tersebut bertujuan untuk memastikan bahwa pengelolaan bank dilakukan oleh pihak-pihak yang memiliki kapabilitas dan kredibilitas yang dapat dipercaya serta sesuai dengan tata kelola yang baik. Kebijakan tersebut juga untuk memastikan bahwa pelaksanaan fungsi kepatuhan bank berjalan dengan baik. Sementara itu, ketentuan mengenai penggunaan pendekatan standar dalam perhitungan risiko kredit serta manajemen risiko untuk kegiatan yang terkait dengan *bancassurance* dimaksudkan untuk meningkatkan kemampuan industri perbankan nasional dalam menghadapi krisis, mengidentifikasi berbagai potensi risiko yang muncul dari perkembangan aktivitas bank, serta menghadapi persaingan global seiring dengan proses integrasi pasar keuangan domestik dengan pasar global.

Selain penyempurnaan kebijakan untuk bank umum, beberapa kebijakan juga ditujukan pada perbankan syariah dan Bank Perkreditan Rakyat (BPR). Beberapa kebijakan diantaranya adalah penyempurnaan ketentuan yang terkait dengan pembiayaan dan jenis-jenis akad dan agunan dalam pembiayaan berbasis syariah, harmonisasi pengaturan mengenai limit pembiayaan, penggunaan penilai independen untuk penilaian agunan, pengaturan mengenai properti yang terbungkalai, penambahan jenis agunan yang dapat diperhitungkan sebagai pengurang Penyisihan Penghapusan Aset, ketentuan mengenai revisi proyeksi pendapatan, angsuran untuk skema mudharabah,

serta peningkatan kepatuhan BPRS. Beberapa ketentuan lain yang juga akan disempurnakan diantaranya terkait dengan restrukturisasi pembiayaan dan Batas Maksimum Pembiayaan Dana untuk BPRS.

Kebijakan untuk memperkuat sistem perbankan nasional juga ditujukan pada upaya untuk memperkuat struktur dan kelembagaan BPR. Kebijakan tersebut dilakukan dengan menyusun mekanisme yang memfasilitasi perubahan izin dari bank umum menjadi BPR, mendorong peningkatan daya saing BPR terhadap lembaga keuangan lain, penerapan *good corporate governance* serta peningkatan peran BPR dalam melayani Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM). Penyempurnaan beberapa ketentuan BPR akan terfokus pada penguatan pemenuhan ketentuan permodalan serta kelengkapan manajemen dan pengurus BPR.

Selain memperkuat aspek kelembagaan, kebijakan yang dikeluarkan Bank Indonesia juga bertujuan untuk memperkuat proses *surveillance* terhadap sistem perbankan. Beberapa kebijakan yang akan disempurnakan terkait dengan ketentuan mengenai Rencana Bisnis Bank (RBB) yang akan mencakup aspek penerapan manajemen risiko sehingga dapat digunakan untuk kebijakan makroprudensial. Sementara itu, penyempurnaan manajemen likuiditas valuta asing dilakukan melalui kenaikan GWM valuta asing secara bertahap dari 1% menjadi 5% pada Maret 2011, dan menjadi 8% pada Juni 2011. Kebijakan untuk menaikkan GWM valuta asing diperlukan untuk memperkuat pengelolaan arus modal mengingat karakteristik arus masuk modal asing sebagian besar dalam bentuk investasi portofolio yang cenderung fluktuatif. Oleh karena itu, perbankan perlu menyediakan likuiditas valuta asing yang cukup sebagai antisipasi penarikan modal asing tersebut.

Dari sisi internal, Bank Indonesia juga melakukan penyempurnaan terhadap kebijakan di bidang pengawasan bank. Penyempurnaan tersebut dimaksudkan untuk menjaga kesehatan sistem perbankan baik secara individual maupun keseluruhan. Beberapa penyempurnaan yang akan dilakukan diantaranya terkait dengan sistem pengawasan berbasis risiko (*risk-based supervision*), *exit policy*, dan tingkat kesehatan bank berbasis risiko (*risk-based rating*). Sistem pengawasan berbasis risiko akan mencakup aspek metodologi, *quality assurance*, pengembangan infrastruktur dan kapasitas pengawasan bank. Sementara itu, penyempurnaan ketentuan mengenai *exit policy* akan mencakup penetapan batasan waktu status bank termasuk penguatan terhadap

komitmen penyelesaian permasalahan bank oleh manajemen dan pemilik bank. Adapun penyempurnaan ketentuan tingkat kesehatan bank terfokus pada penyempurnaan metodologi penilaian tingkat kesehatan. Tujuan utama dari seluruh kebijakan tersebut adalah meningkatkan efektivitas sistem pengawasan bank dengan mempersiapkan secara komprehensif ketentuan,

pedoman dan piranti pengawasan yang mendukung terciptanya sistem pengawasan yang efektif dalam rangka pemenuhan 25 *Basel Core principles* dan penerapan Basel II dengan memerhatikan perkembangan bisnis, teknologi, industri perbankan internasional serta kesiapan sumber daya dan infrastruktur baik pada Bank Indonesia maupun industri perbankan nasional.

4.6

Penutup

Perkembangan perekonomian global yang semakin dinamis meningkatkan kompleksitas kebijakan moneter. Ketidakseimbangan pemulihan ekonomi di berbagai kawasan berimplikasi pada aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* yang cukup tinggi, termasuk Indonesia. Sementara itu, membaiknya permintaan domestik memerlukan respon yang sepadan dari sisi penawaran melalui peningkatan investasi dan infrastruktur. Di sisi lain, dampak dari aliran masuk modal asing serta akses likuiditas di pasar uang dalam negeri meningkatkan kerentanan perekonomian domestik. Dinamika dari interaksi antara perekonomian domestik dan global tersebut menyebabkan kompleksitas kebijakan semakin meningkat.

Dalam kaitan itu, Bank Indonesia berupaya memantapkan kerangka kebijakan berbasis suku bunga yang lebih fleksibel melalui penguatan manajemen moneter dan stabilitas sistem keuangan untuk mencapai sasaran inflasi. Kerangka kebijakan tersebut pada intinya terdiri dari bauran kebijakan moneter melalui kebijakan suku bunga, pengelolaan arus modal asing dan akses likuiditas serta kebijakan makroprudensial yang secara keseluruhan bertujuan untuk mengurangi dampak negatif

dari ketidakstabilan perekonomian global terhadap perekonomian domestik dan sistem keuangan nasional. Berbagai rangkaian kebijakan yang ditempuh tersebut diarahkan untuk pencapaian sasaran inflasi.

Opsi kebijakan moneter dan makroprudensial yang dipilih serta strategi implementasi yang mengedepankan konsistensi dan kehati-hatian yang dilakukan Bank Indonesia mampu menjaga ritme pertumbuhan ekonomi relatif stabil selama tahun 2010. Hal ini diperkuat dengan koordinasi kebijakan antara Bank Indonesia dengan Pemerintah yang berperan penting dalam menjaga kepercayaan dan persepsi pasar terhadap perkembangan perekonomian Indonesia. Meskipun demikian, upaya yang berkesinambungan untuk menjaga stabilitas makro ekonomi dan sistem keuangan secara keseluruhan perlu terus ditingkatkan terutama untuk mengantisipasi dinamika perekonomian global dan domestik. Kerangka kebijakan tersebut juga perlu dilengkapi dengan jalur koordinasi yang jelas antar otoritas terkait, baik dalam tataran strategis maupun teknis untuk mengatasi berbagai tantangan yang muncul melalui solusi yang lebih bersifat struktural.

BOKS 4.1: Penyempurnaan *Inflation Targeting Framework* (*Flexible* ITF)

Tantangan kebijakan moneter di Indonesia dalam kurun waktu 5 tahun terakhir semakin besar terutama dengan terjadinya krisis keuangan global sejak pertengahan tahun 2007. Dalam situasi ekonomi yang belum sepenuhnya pulih dari permasalahan akibat krisis keuangan global tersebut, tantangan bagi penerapan paradigma kebijakan moneter berdasarkan ITF juga cenderung semakin berat dan kompleks. Hal tersebut terutama menyangkut keyakinan untuk menetapkan kerangka kerja ITF secara kredibel di satu sisi, serta penetapan prioritas antara pengupayaan kestabilan harga dan pertumbuhan perekonomian dalam menjaga momentum pemulihan ekonomi yang masih diselimuti ketidakpastian.

Patut dicatat permasalahan fundamental yang menyertai krisis keuangan global tersebut, yaitu adanya kebijakan moneter yang sangat akomodatif serta akumulasi cadangan devisa yang sangat besar oleh beberapa negara *emerging markets*, yang pada gilirannya mendorong terjadinya ekskses likuiditas global dengan segala permasalahan yang terkait. Salah satu permasalahan yang mengemuka adalah derasny arus masuk modal asing ke negara negara *emerging markets*, termasuk Indonesia. Selain akibat adanya kesenjangan kebijakan antara negara maju dan negara berkembang, derasny arus modal asing tersebut juga ditopang oleh prospek perekonomian domestik yang baik. Hal tersebut pada gilirannya mendorong semakin meningkatnya ekskses likuiditas pada sistem perbankan di Indonesia sehingga akan berpotensi mendorong inflasi. Fenomena ekskses likuiditas tersebut cenderung persisten, di tengah fenomena kekakuan struktural di sisi suplai yang secara fundamental mengganggu bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan dan memberikan tekanan terhadap stabilitas moneter.

Di tengah dinamika perekonomian di atas, penerapan ITF di Indonesia selama hampir lima tahun terahir sudah mencatat beberapa keberhasilan, yaitu dengan penerapan ITF yang sudah semakin tertata dan disertai dengan peningkatan kualitas, dalam artian sesuai dengan *best practices*, pemikiran teoritis, dan kondisi empiris di Indonesia (Juhro et al., 2009)¹. Dalam hal

ini, dibandingkan dengan kondisi sebelum penerapan ITF, beberapa hal positif telah dicatat dalam aspek penetapan dan pengumuman sasaran inflasi, penataan kerangka kerja kelembagaan dan operasional, koordinasi kebijakan, dan kualitas analisis dan riset kebijakan. Secara umum, penilaian positif tersebut dapat dikaitkan dengan aspek-aspek dalam proses kegiatan pada umumnya. Secara khusus, dalam periode penerapan ITF tercatat beberapa keberhasilan berupa perbaikan aspek fundamental yang bersifat substantif, yang membedakan manfaat keberadaan ITF dengan kerangka kerja kebijakan yang lain, yaitu adanya (i) pematangan eksistensi kelembagaan, (ii) kejelasan sinyal kebijakan, dan (iii) peningkatan kredibilitas kebijakan.

Sebagai jawaban atas tuntutan akuntabilitas publik agar Bank Indonesia dapat meningkatkan kinerjanya dalam mencapai sasaran inflasi, diperlukan adanya penguatan kerangka kerja kebijakan moneter melalui penyempurnaan strategi penerapan ITF ke depan. Terkait dengan hal tersebut, *review* terhadap penerapan ITF di atas juga telah memberikan justifikasi terhadap perlunya penerapan ITF yang tidak kaku (*flexible* ITF) sebagai format yang ideal untuk perekonomian Indonesia. Dalam hal ini, secara khusus dilakukan telaah atas peran stabilitas sistem keuangan dan kebijakan nilai tukar, tidak hanya dilihat dari tataran strategis, namun juga tataran operasional.

Perlu ditekankan bahwa dalam konteks penerapan ITF, Bank Indonesia secara implisit sebenarnya sudah menerapkan '*flexible*' ITF, yang berarti bahwa dalam jangka pendek Bank Indonesia berupaya untuk menstabilkan perkembangan inflasi dan ekonomi riil bersama-sama. Substansi fleksibilitas dari ITF tercermin pada orientasi pencapaian tujuan akhir kebijakan yaitu inflasi, namun dengan tetap memperhitungkan dinamika perkembangan variabel makro ekonomi dalam jangka pendek, seperti pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, dan perkembangan sektor keuangan. Dalam kaitan ini, penetapan BI Rate senantiasa mempertimbangkan 5 faktor utama, yaitu: (i) proyeksi inflasi 2 tahun ke depan dan konsistensinya dengan sasaran inflasi, (ii)

1 Juhro, Solikin M. (2009), 'Review Penerapan Inflation Targetting

Framework di Indonesia', Working Paper Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter.

proyeksi pertumbuhan ekonomi 2 tahun ke depan, (iii) proyeksi nilai tukar dan faktor penyebabnya (termasuk *capital flows*), serta pengaruhnya pada proyeksi inflasi dan pertumbuhan ekonomi, (iv) perkembangan suku bunga dan kredit perbankan, (v) valuasi aset di sektor keuangan. Dua faktor pertama untuk menjaga konsistensi BI Rate dengan pencapaian sasaran inflasi dengan mempertimbangkan dampaknya pada pertumbuhan ekonomi (*inflation-growth trade-off* untuk memaksimalkan kesejahteraan ekonomi masyarakat). Tiga faktor terakhir untuk menjaga keseimbangan stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan, sekaligus sebagai media asesmen terhadap mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Sejalan dengan fakta tersebut, secara formal perlu dirumuskan strategi kebijakan moneter dalam format *Flexible* ITF yang sesuai dengan perekonomian Indonesia ke depan. Dalam konteks ini, cakupan fleksibilitas tidak hanya pada penekanan preferensi kebijakan untuk mengupayakan stabilitas harga dan *output*, sebagaimana pandangan literatur selama ini, namun juga aspek-aspek strategis kebijakan moneter lainnya. Untuk itu, dengan tetap memperkuat landasan kelembagaan yang telah terbangun (*inherent*) dalam ITF, seperti independensi, akuntabilitas, transparansi, Bank Indonesia akan menggali dan merumuskan 5 (lima) pilar pemikiran dasar

dalam rangka penerapan *Flexible* ITF di Indonesia, yaitu:

1. Pengendalian inflasi sesuai sasaran sebagai *overriding objective* kebijakan moneter. Dalam hal ini, *trade-off* pertumbuhan ekonomi, stabilitas nilai tukar dan stabilitas sistem keuangan dipertimbangkan dalam perumusan kebijakan moneter. Dalam hal terjadi konflik pencapaian tujuan akhir, maka pencapaian sasaran inflasi adalah yang diutamakan.
2. Penguatan kebijakan nilai tukar dalam rangka pencapaian stabilitas harga. Dalam hal ini, penentuan *path* nilai tukar dilakukan secara konsisten dengan pencapaian sasaran inflasi dan stabilitas makroekonomi. Solusi '*possible trinity*' yang optimal dicari dengan melihat keterkaitan kebijakan stabilisasi nilai tukar (melalui intervensi valuta asing) dengan pengendalian aliran masuk modal asing (dan implikasinya terhadap cadangan devisa) serta respons kebijakan suku bunga (dan pengendalian likuiditas dan sustainabilitas keuangan BI).
3. Penguatan keterkaitan antara stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan. Krisis global memberi pelajaran pentingnya peran *financial accelerator* dalam kebijakan moneter. Dalam hal ini, stabilitas sistem keuangan menentukan efektivitas transmisi kebijakan moneter. Demikian pula, respons kebijakan moneter berpengaruh terhadap stabilitas sistem keuangan.

Bagan 1. Kerangka Kerja Kebijakan Flexible ITF



4. Integrasi kebijakan moneter dengan kerangka kerja kebijakan makroprudensial melalui bauran instrumen kebijakan. Dalam hal ini, respons kebijakan suku bunga tetap merupakan *stance* kebijakan utama. Namun, strategi tersebut perlu didukung oleh kebijakan nilai tukar, kebijakan makroprudensial untuk aliran modal, dan kebijakan makroprudensial untuk pengendalian likuiditas.
5. Optimalisasi dan penguatan kerangka kelembagaan. Hal tersebut terutama terkait dengan penyusunan proyeksi dan asesmen risiko, budaya diskusi dalam proses perumusan kebijakan, strategi komunikasi yang efektif, serta penguatan koordinasi kebijakan dengan Pemerintah.

Dapat dikemukakan bahwa kerangka dasar *Flexible* ITF pada dasarnya memperhitungkan penguatan kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan

sebagai salah satu pilar strategis, yang tercermin pada integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial serta kemungkinan bauran instrumennya. Sementara itu, substansi fleksibilitas dari pencapaian stabilitas harga adalah dengan tetap menjadikan kestabilan harga sebagai unsur utama yang memengaruhi respons kebijakan moneter. Namun, substansi kestabilan harga mengalami perluasan dengan mengakomodir indikator kestabilan keuangan dan memiliki horizon *forward looking* lebih panjang. Hal tersebut mempunyai implikasi bahwa pengelolaan stabilitas sistem keuangan sebagai indikator kebijakan (variabel informasi) menjadi sangat relevan dalam upaya untuk mencapai sasaran akhir kebijakan moneter, selain ekspektasi inflasi dan *output gap*. Berdasarkan pilar pemikiran di atas maka kerangka kerja kebijakan *Flexible* ITF secara umum dapat digambarkan pada Bagan 1.

BOKS 4.2: Peranan Cadangan Devisa dalam Perekonomian

Sejak berakhirnya krisis ekonomi tahun 1997/1998, perkembangan aliran modal ke negara-negara *emerging markets*, khususnya portofolio, mengalami tren peningkatan. Menghadapi hal ini, sejumlah negara melakukan upaya stabilisasi nilai tukar dalam rangka menjaga daya saing ekspor. Salah satu implikasi dari stabilisasi nilai tukar tersebut adalah peningkatan cadangan devisa yang cukup besar di negara-negara tersebut. Pengalaman krisis ekonomi tahun 1997/1998 memberikan pelajaran berharga bagi banyak negara, terutama di Asia, tentang pentingnya peranan kecukupan cadangan devisa dalam meningkatkan daya tahan perekonomian suatu negara terhadap guncangan pasar keuangan (global dan domestik). Dalam kondisi adanya kemungkinan terjadi *sudden stop*¹ atau *capital reversal*, jumlah cadangan devisa yang memadai menjadi semakin penting

Saat suatu negara mengalami *sudden stop* dan pembalikan arus modal, maka secara otomatis nilai *financial account* pada neraca pembayaran akan mengalami penurunan mengingat jumlah dana yang keluar menjadi jauh lebih besar dibandingkan dengan dana yang masuk. Penurunan ini selanjutnya akan menyebabkan terjadinya penurunan permintaan domestik yang kemudian berdampak pada pertumbuhan ekonomi (*output loss*). Ketika hal tersebut terjadi, cadangan devisa dapat digunakan untuk meredam guncangan yang terjadi melalui penyerapan domestik (*domestic absorption*), sehingga dampak terhadap *output loss* dapat dikurangi. Penjelasan mengenai hubungan ini dijelaskan sebagai berikut.

Dalam perekonomian terbuka, penyerapan domestik dapat digambarkan sebagai selisih antara *output* dengan neraca perdagangan (*trade balance*):

$$A_t = Y_t - TB_t \quad (1)$$

1 Sudden stop didefinisikan sebagai kondisi dimana jumlah capital inflow yang masuk turun secara drastis. Kondisi tersebut jika ditambah dengan terjadinya capital reversal dalam jumlah besar akan mengakibatkan capital account negara menjadi turun drastis dan mendorong terjadinya krisis.

Dalam neraca pembayaran, neraca perdagangan dapat dihitung sebagai berikut²:

$$TB_t = -KA_t - IT_t + \Delta R_t \quad (2)$$

Dari persamaan (1) dan (2) dapat dijelaskan bahwa penyerapan domestik (A_t) merupakan penjumlahan dari *output* domestik (Y_t), *financial account* (KA_t), pendapatan luar negeri (IT_t) dan pengurangan dari perubahan cadangan devisa (ΔR_t):

$$A_t = Y_t + KA_t + IT_t - \Delta R_t \quad (3)$$

Persamaan di atas dapat menjelaskan bahwa ketika terjadi *sudden stop* maka penyerapan domestik (A_t) akan berkurang, yang selanjutnya dapat berpengaruh terhadap penurunan *output* domestik (Y_t). Dampak ini dapat dikurangi dengan mengeluarkan cadangan devisa (R_t), misalnya menggunakan cadangan devisa untuk membayar pinjaman luar negeri yang tidak dapat diperpanjang (*roll over*).

Secara umum, cadangan devisa dapat digunakan untuk:

- Meredam gejolak nilai tukar, misalnya dengan melakukan intervensi apabila diperlukan.
- Memberikan kepercayaan kepada pelaku pasar bahwa negara mampu memenuhi kewajibannya terhadap pihak luar negeri.
- Membantu Pemerintah untuk memenuhi kebutuhan dan kewajiban ketika Pemerintah akan melakukan pembayaran utang luar negeri.
- Membiayai transaksi yang tercatat dalam neraca pembayaran.
- Menunjukkan adanya suatu kekayaan dalam bentuk aset eksternal untuk menopang mata uang dalam negeri.
- Memelihara suatu cadangan untuk dapat dipergunakan apabila negara mengalami keadaan darurat.
- Mendapatkan keuntungan. Tujuan ini pada umumnya bukan merupakan tujuan utama, tetapi lebih pada alasan untuk memaksimalkan pemanfaatan cadangan devisa yang dimiliki.

2 Persamaan dalam neraca pembayaran : $CA_t + KA_t = \Delta R_t$, dimana $CA_t = TB_t + IT_t$.

Kecukupan cadangan devisa suatu negara tidak hanya tergantung dari besarnya pinjaman luar negeri, likuiditas perkonomian, dan kebutuhan impor negara tersebut. Rezim nilai tukar yang dianut juga memengaruhi besarnya cadangan devisa yang harus dimiliki. Bagi negara-negara yang menganut rezim nilai tukar tetap memerlukan cadangan devisa yang lebih besar dibandingkan dengan negara-negara yang menganut rezim nilai tukar yang fleksibel.

Beberapa tolak ukur yang biasa digunakan negara-negara *emerging markets* dalam menghitung kecukupan cadangan devisanya adalah³:

- Cadangan devisa sama dengan utang luar negeri jangka pendek. Negara-negara yang rentan terhadap krisis neraca modal akan memiliki daya tahan yang lebih baik jika cadangan devisanya dapat menutupi seluruh pinjaman luar negeri yang jatuh tempo kurang dari 1 tahun.
- Cadangan devisa sama dengan 5 sampai dengan 20 persen dari M2 (*broad money*). Indikator ini berguna bagi negara-negara yang memerlukan peningkatan kepercayaan mata uang domestik dan pengurangan risiko terhadap *capital flight*.
- Cadangan devisa sama dengan 3 sampai dengan 4 bulan impor. Tolak ukur ini sangat relevan untuk negara-negara berpendapatan rendah yang rentan terhadap gejolak neraca transaksi berjalan dan tidak mempunyai akses ke pasar modal secara signifikan.

3 Ruiz-Arranz, Marta., Zavadjil, Milan. (2008). 'Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?', Working Paper, International Monetary Fund.

Semakin besar cadangan devisa suatu negara, daya tahan negara tersebut terhadap krisis finansial dapat semakin kuat. Namun, hal tersebut akan berdampak pada penurunan keuntungan marjinal, sementara biaya marjinalnya akan meningkat. Meskipun sulit untuk diukur secara kuantitatif, biaya-biaya yang timbul dari pemupukan cadangan devisa adalah:

- Biaya sterilisasi. Akumulasi cadangan devisa akan menyebabkan bertambahnya uang beredar. Jika bank sentral menyerap kelebihan uang beredar tersebut, maka bank sentral akan menanggung biaya *carry trade* sebesar selisih suku bunga domestik dengan imbal hasil penempatan cadangan devisa. Sebagai tambahan, mata uang domestik akan terapresiasi sehingga dapat memperburuk neraca transaksi berjalan.
- Biaya oportunitas. Cadangan devisa dapat dimanfaatkan untuk pelunasan utang luar negeri yang lebih cepat dan untuk membiayai proyek-proyek pemerintah yang dapat menghasilkan imbal hasil yang lebih tinggi.
- Risiko pada neraca bank sentral. Pada saat mata uang domestik terapresiasi, neraca bank sentral akan mengalami tekanan (kerugian). Potensi kerugian ini dapat menjadi signifikan mengingat cadangan devisa yang dimiliki di sebagian besar negara-negara *emerging markets* jumlahnya beberapa kali lebih besar dibandingkan modal bank sentral dan lebih dari 10 persen dari PDB.
- Biaya lainnya. Pemupukan cadangan yang sangat agresif dapat menambah komplikasi formulasi kebijakan moneter di bawah rezim nilai tukar yang fleksibel.

A close-up photograph of a watering can's spout pouring a fine mist of water onto a dense cluster of green plants. The background is a bright, slightly hazy sky. A dark blue rectangular box is overlaid on the left side of the image, containing white text.

Merawat pertumbuhan, melestarikan perkembangan

Tak hanya di awal, menumbuhkan sebuah pohon adalah satu proses perawatan panjang yang di setiap tahapnya membutuhkan perhatian. Memberi perhatian di segala aspek kehidupan adalah energi yang akan menumbuhkan dan melestarikan kehidupan itu sendiri pada akhirnya.

