
Seri Kebanksentralan



No. 3

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

Ascarya

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)

BANK INDONESIA

SERI KEBANKSENTRALAN

Seri Kebanksentralan Bank Indonesia

1. Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian, oleh Solikin dan Suseno, Desember 2002.
 2. Penyusunan Statistik Uang Beredar, oleh Solikin dan Suseno, Desember 2002.
 3. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter, oleh Ascarya, Desember 2002.
 4. Neraca Pembayaran: Konsep, Metodologi, dan Penerapan, oleh F.X. Sugiyono, Desember 2002.
-

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

A s c a r y a

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)
BANK INDONESIA

Jakarta, Desember 2002

Ascarya

Instrumen-instrumen pengendalian moneter /
Ascarya. -- Jakarta : Pusat Pendidikan dan
Studi Kebanksentralan (PPSK) BI, 2002.
49 hlm. ; 15,2 cm x 22,8 cm. -- (Seri Kebanksentralan ; 3)

Bibliografi : hlm. 48

ISBN 979-3363-02-9

Sambutan

Sejalan dengan amanat yang diemban dalam Undang-Undang No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia, dalam menjalankan tugas dan tanggung jawabnya Bank Indonesia senantiasa berupaya untuk mewujudkan iklim keterbukaan. Selain itu, sebagai sumbangsih Bank Indonesia untuk berperan dalam kegiatan peningkatan wawasan dan pembelajaran kepada masyarakat, dalam dua tahun terakhir ini Bank Indonesia juga terus berupaya untuk meningkatkan kualitas kegiatan penelitian yang ditujukan untuk memperkaya khazanah ilmu kebanksentralan. Sejalan dengan hal tersebut, pada kesempatan ini Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bank Indonesia, menerbitkan buku seri kebanksentralan.

Lingkup materi yang dibahas dalam buku seri kebanksentralan ini sangatlah luas, meliputi disiplin ilmu ekonomi makro-moneter, perbankan, sistem pembayaran, dan bidang-bidang lain yang terkait dengan tugas dan tanggung jawab bank sentral. Untuk tahun penerbitan perdana ini, kami menerbitkan empat seri buku sekaligus, terdiri dari: (i) Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian, (ii) Penyusunan Statistik Uang Beredar, (iii) Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter, dan (iv) Neraca Pembayaran: Konsep, Metodologi, dan Penerapan. Kami berupaya untuk dapat menuangkan bahasan pada masing-masing topik tersebut dengan bahasa yang cukup sederhana dengan menghindari sejauh mungkin penggunaan istilah-istilah teknis yang dapat mempersulit pemahamannya. Kalaupun masih terdapat istilah-istilah teknis yang sulit disederhanakan, kami berusaha tetap menyertakan istilah aslinya.

Mengiringi rasa syukur kepada Tuhan Yang Maha Pemurah, pada kesempatan ini kami menyampaikan terima kasih dan penghargaan kepada para penulis yang telah berusaha secara maksimal serta pihak-pihak yang telah memberikan kontribusi berharga dalam penyusunan buku ini. Semoga karya ini bermanfaat dan menambah khazanah pengetahuan kita.

Jakarta, Desember 2002

Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan

Halim Alamsyah
Direktur

Pengantar

Instrumen-instrumen pengendalian moneter merupakan alat yang penting bagi bank sentral untuk mengendalikan uang beredar dalam rangka mencapai tujuan-tujuan kebijakan moneter. Penggunaan instrumen yang tepat pada kondisi perekonomian tertentu akan sangat membantu pencapaian tujuan. Keberadaan instrumen-instrumen pengendalian moneter belum banyak dipahami dan dimengerti oleh masyarakat luas. Tulisan singkat dalam seri kebanksentralan no. 3 ini dimaksudkan untuk meningkatkan pemahaman masyarakat luas yang berminat memahami berbagai hal yang terkait dengan masalah-masalah moneter di Indonesia, khususnya yang berkaitan dengan kebijakan moneter dan instrumen-instrumen pengendaliannya.

Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah ikut serta terlibat dan membantu dalam penyusunan tulisan ini, khususnya kepada rekan-rekan di Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bagian Analisis dan Perencanaan Kebijakan – Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bagian Statistik Moneter – Direktorat Statistik Moneter, serta semua pihak yang telah membantu kelancaran penulisan seri kebanksentralan ini, mulai dari tahap penyusunan outline, penulisan *draft*, diskusi, penulisan akhir, dan pencetakannya. Ucapan terima kasih secara khusus juga penulis sampaikan kepada Sdr. Halim Alamsyah, Sdr. Iskandar, Sdr. Eddy Susanto, Sdr. Anwar Bashori, Sdr. Erwin Haryono, dan Sdr. Nunu Hendrawanto atas partisipasinya dan masukan-masukannya dalam diskusi penyelesaian tulisan ini. *Last but not least*, penulis mengucapkan terima kasih kepada Sdr. P. Iman Soesanto yang telah dengan senang hati meluangkan waktu untuk mengedit tulisan ini.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa tulisan ini jauh dari sempurna. Oleh karena itu, kritik dan saran dari pembaca terbuka selebar-lebarnya dan akan penulis terima dengan senang hati untuk penyempurnaan di masa yang akan datang. Akhirnya, penulis mengharapkan agar karya kecil ini bermanfaat dan menambah khazanah bagi pengetahuan masyarakat luas.

Jakarta, Desember 2002

Penulis

Daftar Isi

| | |
|--|-----|
| Sambutan | iii |
| Pengantar | iv |
| Gambaran Umum Kerangka Kebijakan Moneter | 1 |
| Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter | 5 |
| Instrumen Langsung | 7 |
| 1. Penetapan Suku Bunga | 7 |
| 2. Pagu Kredit | 8 |
| 3. Rasio Likuiditas | 8 |
| 4. Kredit Langsung (<i>'directed'</i> , <i>'selected'</i> , prioritas, dan yang sejenisnya) | 9 |
| 5. Kuota Diskonto | 9 |
| 6. Instrumen Lain | 9 |
| 6.1 Pengguntingan Uang | 10 |
| 6.2 Pembersihan Uang (<i>Monetary Purge</i>) | 10 |
| 6.3 Penetapan Uang Muka Impor | 11 |
| Instrumen Tidak Langsung | 13 |
| 1. Cadangan Wajib Minimum (CWM) | 14 |
| 1.1 Cadangan Primer (<i>Primary reserves</i>) | 14 |
| 1.2 Cadangan Sekunder (<i>Secondary reserves</i>) | 16 |
| 2. Fasilitas Diskonto | 16 |
| 3. Fasilitas Rediskonto | 17 |
| 4. Operasi Pasar Terbuka | 17 |
| 4.1 Lelang Surat Berharga Bank Sentral | 18 |
| 4.2 Lelang Surat Berharga Pemerintah | 18 |
| 4.3 Operasi Pasar Sekunder | 19 |
| 5. Fasilitas Simpanan Bank Sentral | 19 |
| 6. Operasi Valuta Asing | 20 |
| 7. Fasilitas Overdraft | 20 |
| 8. Simpanan Sektor Pemerintah | 21 |
| 9. Lelang Kredit | 21 |
| 10. Himbauan | 21 |
| 11. Instrumen Lain | 22 |

| | |
|---|----|
| Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter yang Umum Digunakan | 27 |
| Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia | 31 |
| Sebelum 1983 | |
| 1. Periode 1945-1965 | 32 |
| 2. Periode 1965-1983 | 34 |
| Sesudah 1983 | |
| 1. Periode 1983 – 1997 | 37 |
| 2. Periode Pasca 1997 | 41 |
| Daftar Gambar | |
| Gambar 1: Perbandingan Sistem Operasi Kebijakan Moneter | 3 |
| Daftar Tabel | |
| Tabel 1: Instrumen Langsung Pengendalian Moneter | 11 |
| Tabel 2: Instrumen Tidak Langsung Pengendalian Moneter | 22 |
| Tabel 3: Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter Yang Digunakan oleh Negara-negara Lain | 29 |
| Tabel 4: Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia Periode 1945-1965 | 33 |
| Tabel 5: Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia Periode 1965-1983 | 36 |
| Tabel 6: Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia Periode 1983-1997 | 40 |
| Tabel 7: Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia Periode Pasca 1997 yang Ditambahkan | 43 |
| Boks: | |
| Prosedur Lelang SBI | 40 |
| Daftar Pustaka | 48 |

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

Gambaran Umum Kerangka Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter sebagai salah satu kebijakan ekonomi berperan penting dalam suatu perekonomian. Peranan tersebut tercermin pada kemampuannya dalam mempengaruhi stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi, perluasan kesempatan kerja, dan keseimbangan neraca pembayaran. Oleh karena itu, seringkali hal-hal ini menjadi sasaran akhir kebijakan moneter.

Secara ideal, semua sasaran akhir tersebut di atas dapat dicapai secara bersamaan. Namun, seringkali pencapaian sasaran-sasaran akhir tersebut mengandung unsur-unsur yang kontradiktif. Misalnya, usaha untuk mendorong tingkat pertumbuhan ekonomi dan memperluas kesempatan kerja pada umumnya dapat berdampak negatif terhadap kestabilan harga dan keseimbangan neraca pembayaran. Sementara itu, dalam jangka panjang kebijakan moneter bersifat netral dan hanya dapat mempengaruhi harga. Oleh karena itu, dalam undang-undang bank sentral ada kecenderungan bahwa sasaran akhir kebijakan moneter adalah stabilisasi harga. Pengalaman di banyak negara menunjukkan hal ini, yaitu bahwa kondisi perekonomian suatu negara memburuk karena kebijakan moneternya memiliki multi sasaran akhir. Oleh karena itu, dalam perkembangannya dewasa ini semakin disadari bahwa kebijakan moneter semestinya lebih memfokuskan pada sasaran tunggal.

Sejalan dengan perkembangan ekonomi di dunia, Indonesia menganut hal yang sama dengan menetapkan stabilisasi harga sebagai sasaran tunggal sebagaimana tercermin dalam Undang-Undang Bank Indonesia yang baru (UU No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia). Tujuan utama pelaksanaan kebijakan moneter di Indonesia adalah untuk **mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah.**¹

¹Dalam Undang-Undang Bank Sentral sebelumnya (UU No. 13 tahun 1968), Bank Indonesia mempunyai sasaran multi.

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

Kebijakan moneter dengan sasaran tunggal pada umumnya menggunakan pendekatan harga (*price-based structure*), sementara kebijakan moneter dengan sasaran multi pada umumnya menggunakan pendekatan kuantitas (*price based structure*). Gambar 1 menyajikan kerangka secara umum kedua pendekatan di atas. Pendekatan kuantitas beranggapan bahwa pengendalian besaran-besaran moneter dapat mengendalikan stabilitas perekonomian secara efektif. Sebaliknya, pendekatan harga beranggapan bahwa pengendalian tingkat harga yang secara efektif dapat mengendalikan stabilitas perekonomian. Namun, suatu kebijakan tidak akan mempengaruhi sasarnya hanya melalui satu jalur tertentu (Barran, *et al.*, 1996).

Dari Gambar 1 dapat dikatakan bahwa dalam rangka mencapai sasaran akhir yang diinginkan, baik multi maupun tunggal, kerangka kebijakan moneter pada umumnya terdiri dari beberapa bagian, yaitu instrumen dan sasaran operasional untuk pendekatan harga sedangkan instrumen, sasaran operasional, dan sasaran antara untuk pendekatan kuantitas.

Sehubungan dengan itu, tugas pokok Bank Indonesia sebagai otoritas moneter adalah merencanakan dan membuat program moneter (*Monetary Programming*) yang intinya adalah melakukan perencanaan kebijakan pengendalian uang beredar (moneter), seperti yang diterangkan dalam kerangka di atas, dengan mengasumsikan bahwa kebijakan dan perkembangan sektor-sektor lain (fiskal, nilai tukar, dan riil) akan berjalan seperti yang ditetapkan. Perlu diketahui bahwa kebijakan moneter secara umum dibagi dua, yaitu kebijakan moneter ketat (kontraksi) dan longgar (ekspansi). Kontraksi dilakukan apabila jumlah uang beredar dianggap lebih tinggi daripada jumlah yang ditetapkan sedangkan ekspansi sebaliknya. Hal ini dilakukan sehingga uang beredar akan berada pada suatu jumlah yang ditetapkan.

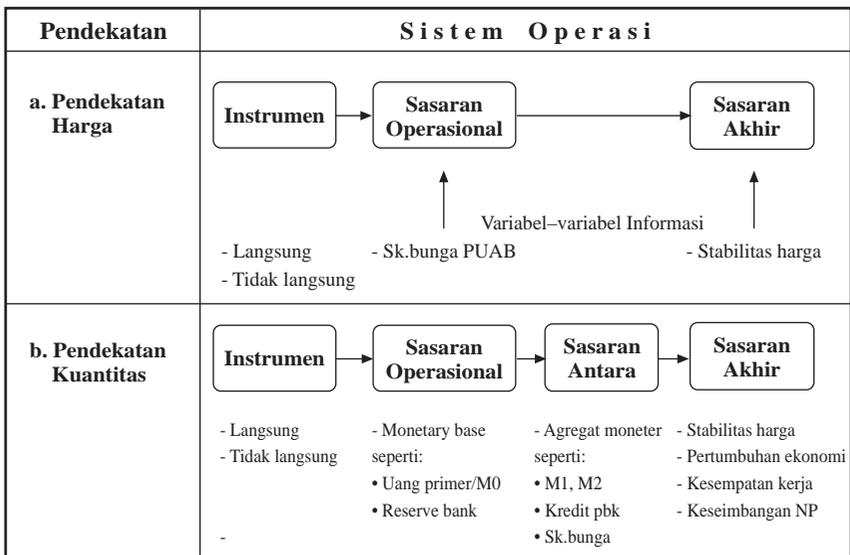
Untuk mencapai sasaran akhir yang diinginkan tersebut di atas ada tenggang/*lag* (tidak instan) antara pelaksanaan kebijakan dan tercapai atau tidak tercapainya sasaran akhir itu.² Oleh karena itu, diperlukan adanya indikator-indikator yang lebih segera dapat dilihat untuk mengetahui indikasi kebijakan yang dilakukan sehingga diperlukan adanya sasaran-

² *Lag* ada bermacam-macam, yaitu *inside lag* dan *outside lag*. *Inside lag* terdiri dari *recognition lag*, *decision lag*, dan *action lag*. Untuk lebih jelasnya lihat Boediono, 1987, hal.151-55.

Gambaran Umum Kerangka Kebijakan Moneter

sasaran yang bersifat antara yang biasa disebut sasaran antara. Sasaran antara (ada pada pendekatan kuantitas) dipilih yang memiliki keterkaitan stabil dengan sasaran akhir, cakupannya luas, dapat dikendalikan otoritas moneter, tersedia relatif cepat, akurat, dan tidak sering direvisi. Beberapa pilihan sasaran antara yang dapat digunakan antara lain ialah M1, M2 (dari sisi pasiva neraca sistem moneter), kredit perbankan (dari sisi aktiva neraca sistem moneter), dan suku bunga.

Gambar 1
Perbandingan Sistem Operasi Kebijakan Moneter



Sumber: Junggun Oh. "Inflation Targeting, Monetary Transmission Mechanism, and Policy Rules in Korea", Economic Paper, Vol.2, No.1, March 1999, Bank of Korea (dimodifikasi).

Sementara itu, dalam rangka mencapai sasaran antara, bank sentral sebagai otoritas moneter memerlukan sasaran-sasaran yang bersifat operasional agar proses transmisi dapat berjalan sesuai dengan rencana. Sasaran-saran ini biasa disebut sasaran operasional. Secara garis besar, sasaran operasional dipilih yang memiliki keterkaitan stabil dengan sasaran antara, dapat dikendalikan otoritas moneter, tersedia lebih segera daripada sasaran antara, akurat, dan tidak sering direvisi. Beberapa pilihan sasaran

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

operasional yang dapat digunakan antara lain adalah uang primer (M0), *reserve* bank-bank (bagian dari M0), dan suku bunga (antarbank atau jangka pendek).

Selanjutnya, untuk dapat mencapai sasaran operasional bank sentral memerlukan alat-alat yang dapat secara langsung atau tidak langsung mempengaruhi sasaran-sasaran operasional yang telah ditetapkan. Alat-alat yang dimaksud biasa disebut instrumen pengendalian moneter, atau (singkatnya) instrumen. Instrumen-instrumen inilah yang sehari-hari dipergunakan oleh bank sentral (yang merupakan sarana yang dapat dikontrol, meskipun tidak sepenuhnya) untuk mengarahkan kebijakan moneter ke tujuan tertentu sebagaimana yang diinginkan. Instrumen-instrumen ini dapat dipergunakan untuk mempengaruhi jumlah uang beredar.

Secara garis besar, instrumen ini dapat digolongkan menurut cara yang berbeda:

- 1) menurut cara instrumen tersebut mempengaruhi sasaran operasional, dapat dibagi langsung atau tidak langsung,
- 2) menurut orientasinya di pasar keuangan, dapat dibagi berorientasi pasar (*market oriented/based*) dan tidak berorientasi pasar (*non-market oriented/based*),
- 3) menurut diskresinya³, dapat dibagi diskresinya berada di bank sentral atau di peserta pasar.

Pada umumnya, instrumen langsung berupa ketentuan yang ditetapkan oleh otoritas moneter sehingga tidak berorientasi pasar dan diskresinya ada di bank sentral sebagai otoritas moneter. Instrumen tidak langsung dapat berorientasi pasar atau tidak dan diskresinya dapat berada di bank sentral atau di peserta pasar.

Dari penjelasan secara umum mengenai kerangka kebijakan moneter tersebut diatas, topik yang akan dibahas lebih mendalam di dalam seri kebanksentralan kali ini adalah mencakup instrumen-instrumen pengendalian moneter yang digolongkan kedalam langsung dan tidak langsung.

³ Diskresi (*discretion*) adalah lawan dari aturan (*rule*). Diskresi merupakan kebijakan yang dilakukan dengan memperhitungkan penyesuaian secara bertahap sesuai dengan situasi dan kondisi yang ada pada saat itu.

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

Kebijakan moneter dapat menggunakan instrumen baik langsung maupun tidak langsung. Instrumen langsung adalah instrumen pengendalian moneter yang dapat secara langsung mempengaruhi sasaran operasional yang diinginkan oleh bank sentral. Adapun instrumen tidak langsung adalah instrumen pengendalian moneter yang secara tidak langsung dapat mempengaruhi sasaran operasional yang diinginkan oleh bank sentral. Dua hal utama yang dikendalikan adalah harga (suku bunga) dan kuantitas simpanan dan kredit yang ada pada sistem perbankan atau institusi keuangan selain bank. Pengendalian langsung ini dapat dilakukan melalui kebijakan langsung yang dikeluarkan oleh bank sentral atau dengan mempengaruhi neraca bank-bank komersial. Pengendalian ini disebut langsung karena terdapat hubungan korespondensi *'one-to-one'* antara instrumen dan sasaran operasional. Misalnya, penetapan pagu kredit dapat langsung mempengaruhi jumlah kredit domestik yang dapat disalurkan oleh perbankan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi jumlah uang beredar.

Sementara itu, instrumen tidak langsung merupakan usaha untuk mengendalikan besaran moneter dengan cara mempengaruhi neraca bank sentral. Satu hal yang penting dalam instrumen tidak langsung ialah bank sentral dapat mempengaruhi posisi *base money* atau *bank reserve* yang pada gilirannya dapat mempengaruhi kredit dan penawaran uang (Alexander, *et al.*, 1995). Cara ini disebut tidak langsung karena bank sentral mencapai sasaran kebijakan dengan mempengaruhi kondisi pasar uang melalui salah satu fungsinya sebagai badan yang mempunyai wewenang untuk mengedarkan uang dengan mempengaruhi kondisi yang mendasari permintaan dan penawaran uang. Selain itu, usaha untuk mengendalikan besaran moneter ini dilakukan dengan cara mempengaruhi neraca bank sentral sendiri, khususnya item di sisi pasivanya sendiri, yaitu *reserve money* yang pada gilirannya akan dapat mempengaruhi suku bunga secara luas dan kuantitas uang dan kredit di dalam keseluruhan sistem perbankan (Gray, *et al.*, 2000), misalnya cadangan wajib minimum. Apabila cadangan wajib minimum ini dinaikkan maka kemampuan bank

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

memberikan pinjaman menurun dan kemudian akan mendorong kenaikan suku bunga pinjaman. Tingginya suku bunga pinjaman akan berpengaruh pada jumlah kredit yang dapat disalurkan, yang pada akhirnya berpengaruh pada jumlah uang beredar.

Instrumen langsung pada umumnya bersifat *non-market based* (tidak berorientasi pada mekanisme pasar) dan diskresinya (inisiatifnya) ada di bank sentral sedangkan instrumen tidak langsung dapat bersifat *market based* atau *non-market based* dan diskresinya ada yang di bank sentral atau peserta pasar (*counterparts*).

Baik instrumen kebijakan moneter langsung maupun tidak langsung mempunyai berbagai macam bentuk dan masing-masing memiliki karakteristik dan kelebihan atau kekurangan. Bentuk instrumen langsung yang banyak dipergunakan adalah pengendalian suku bunga (*interest rate ceilings*), pagu kredit, dan kredit program/kredit khusus (*directed credits*) bank sentral. Sementara itu, secara umum terdapat 3 bentuk utama instrumen tidak langsung, yaitu OPT, cadangan primer (*reserve requirement*), dan fasilitas pendanaan jangka pendek atau fasilitas diskonto.

Instrumen langsung mempunyai keuntungan bahwa ia dapat dipergunakan sebagai alat yang efektif bagi bank sentral untuk mengendalikan harga (dalam hal ini suku bunga) atau kuantitas (dalam hal ini jumlah maksimum) kredit, terutama dalam tahap-tahap awal pembangunan atau dalam keadaan krisis yang bersifat sementara. Selain itu, untuk kondisi saat pasar-pasar keuangan belum berkembang atau bank sentral belum memiliki sarana yang memadai untuk menggunakan instrumen tidak langsung, instrumen langsung menjadi sangat penting dan efektif. Kerugiannya antara lain adalah mengganggu dan menghalangi kompetisi yang sehat di pasar-pasar keuangan, mengganggu mekanisme pasar yang bebas, dan menimbulkan biaya-biaya yang mungkin tidak dapat dikuantifikasi (lihat Tabel 1 untuk masing-masing instrumen).

Instrumen tidak langsung dirancang berdasarkan kebutuhan sesuai dengan proses liberalisasi keuangan yang menitikberatkan pada efisiensi alokasi tabungan dan kredit dalam perekonomian. Oleh karena itu, keuntungan utama instrumen tidak langsung adalah menghilangkan semua kekurangan yang ada pada instrumen langsung. Kerugian penggunaan

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

instrumen tidak langsung antara lain adalah bahwa instrumen ini tidak sepenuhnya dapat dikendalikan oleh bank sentral (lihat Tabel 2 untuk masing-masing instrumen).

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa pada umumnya instrumen langsung digunakan oleh negara-negara yang sedang berkembang sedangkan instrumen tidak langsung digunakan oleh negara-negara maju. Dalam proses perkembangan tersebut, instrumen kebijakan moneter yang digunakan juga berkembang ke arah yang lebih berdasar pada mekanisme pasar (*market based*), yaitu instrumen tidak langsung, sejalan dengan berkembangnya pasar-pasar keuangan di negara tersebut.

Instrumen Langsung

Jenis instrumen langsung ada bermacam-macam, dengan berbagai variasi, antara lain:

1. Penetapan Suku Bunga
2. Pagu Kredit
3. Rasio Likuiditas (*Statutory Liquidity Ratios*)
4. Kredit Langsung (*'Directed'*, *'Selected'*, Prioritas, dan yang sejenisnya)
5. Kuota Rediskonto
6. Instrumen Lain
 - 6.1. Pengguntingan Uang
 - 6.2. Pembersihan Uang (*Monetary Purge*)
 - 6.3. Penetapan Uang Muka Impor

1. Penetapan Suku Bunga

Penetapan suku bunga merupakan instrumen langsung bank sentral berupa penetapan tingkat suku bunga baik untuk pinjaman maupun simpanan di dalam sistem perbankan. Rancangan penetapan suku bunga dapat meliputi suku bunga tetap atau kisaran (*spreads*) antara suku bunga pinjaman dan simpanan. Keefektifan instrumen langsung ini terletak pada kredibilitas sistem penegakan (*enforcement*) dan pengawasannya. Dengan semakin

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

berkembang dan terintegrasinya pasar keuangan domestik dengan pasar keuangan internasional serta semakin berkembangnya produk-produk perbankan, perbankan dan pelaku ekonomi memiliki banyak alternatif untuk menghindari kebijakan penetapan suku bunga itu. Hal ini mengakibatkan kebijakan penetapan suku bunga semakin tidak efektif. Namun, instrumen ini masih digunakan di beberapa negara berkembang dan bahkan di negara maju sampai akhir 1980an (Alexander, *et al.*, 1995).

2. *Pagu Kredit*

Pagu kredit merupakan instrumen langsung berupa penetapan jumlah atau kuantitas maksimum kredit yang dapat disalurkan oleh perbankan. Mengapa kredit yang dipatok? Penyebabnya ialah, dalam hal ini, bank sentral ingin mengendalikan jumlah atau kuantitas uang beredar dengan secara langsung mempengaruhi jumlah kredit domestik yang dapat disalurkan oleh perbankan yang pada akhirnya mempengaruhi jumlah uang beredar. Pada umumnya, pagu kredit untuk suatu bank ditetapkan berdasarkan kuota. Sementara itu, kuota setiap bank ini dapat didasarkan pada modal, simpanan, dan/atau pinjamannya. Pagu kredit ini digunakan di negara-negara Eropa barat sampai akhir 1980an dan masih digunakan oleh beberapa negara Afrika, Asia, dan negara-negara dalam transisi. Penerapan instrumen ini menimbulkan distorsi alokasi sumber-sumber daya dan mengurangi insentif bagi bank untuk memobilisasi dana masyarakat dan menyalurkannya kepada sektor-sektor produktif.

3. *Rasio Likuiditas (Statutory Liquidity Ratios)*

Rasio likuiditas merupakan instrumen langsung yang digunakan bank sentral dengan mewajibkan bank-bank selain untuk memelihara cadangan primer juga untuk setiap saat memelihara surat-surat berharga tertentu atau mata uang tertentu dengan persentase tertentu (biasanya utang pemerintah). Pada umumnya, penerapan instrumen ini bertujuan untuk menggalang dana yang dibutuhkan untuk pembiayaan anggaran pemerintah melalui penjualan (secara wajib) surat-surat utang pemerintah kepada perbankan, sembari menciptakan pasarnya.

4. Kredit Langsung ('Directed', 'Selected', Prioritas, dan yang sejenisnya)

Kredit langsung merupakan instrumen langsung berupa penyaluran kredit secara langsung (atau melalui agen pemerintah) kepada sektor, program, proyek, dan/atau kegiatan tertentu. Pada umumnya, kredit langsung ini diberikan kepada sektor yang sedang digalakkan oleh pemerintah namun belum cukup menarik bagi sektor swasta atau diberikan untuk membiayai program, proyek, dan/atau kegiatan yang diprioritaskan oleh pemerintah. Oleh karena itu, penggunaan instrumen ini cukup mahal dan kemungkinan besar tidak efektif. Kredit langsung ini pada umumnya tidak memerlukan adanya agunan. Instrumen ini banyak digunakan di negara-negara dalam transisi. (Alexander, *et al.*, 1995).

5. Kuota Rediskonto³

Pada dasarnya, kuota rediskonto merupakan instrumen langsung yang mirip dengan kredit langsung (namun dijamin dengan surat berharga pasar uang) melalui kuota untuk memberikan insentif pengembangan sektor tertentu. Dalam hal ini bank sentral menetapkan jumlah kuota surat-surat berharga sektor tertentu yang dapat di re-diskonto-kan dengan suku bunga di bawah harga pasar. Instrumen ini digunakan di negara-negara industri secara terbatas, yang suku bunganya di bawah suku bunga PUAB (Jerman dan Amerika), dan di negara-negara lain untuk memberikan insentif ke sektor tertentu (Tunisia dan Cina). Suku bunga rediskonto ini sangat visibel dan dapat dijadikan sebagai sinyal perubahan kebijakan yang efektif (Alexander, *et al.*, 1995).

6. Instrumen Lain

Selain instrumen-instrumen langsung yang disebutkan di atas, terdapat pula beberapa instrumen langsung yang pada masa dahulu (di Indonesia khususnya) pernah digunakan untuk mengendalikan uang beredar atau *money supply*. Instrumen-instrumen tersebut antara lain:

³ Rediskonto adalah penjualan kembali surat-surat berharga yang belum jatuh waktu kepada pihak lain dengan suku bunga rediskonto yang pada umumnya berbeda dengan suku bunga diskonto awalnya. Untuk memberikan insentif, suku bunganya ditetapkan di bawah suku bunga pasar.

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

6.1. Pengguntingan Uang

Instrumen ini merupakan instrumen langsung yang ditujukan untuk mengurangi uang beredar. Instrumen ini pernah digunakan di Indonesia pada tahun 1950 yang terkenal dengan nama “Gunting Sjafruddin”. Dengan pengguntingan uang, nilai pecahan uang yang terkena peraturan ini berkurang sejumlah persentase tertentu (misalnya tinggal 50%) sedangkan sisanya diganti dengan surat berharga pemerintah jangka panjang. Dari pengguntingan uang ini uang beredar berkurang langsung sebesar persentase yang diganti dengan surat berharga.

6.2. Pembersihan Uang (*Monetary Purge*)

Instrumen ini serupa tetapi tidak sama dengan pengguntingan uang. Dengan pembersihan uang, nilai uang diturunkan dengan persentase tertentu tanpa ada penggantian untuk jumlah yang diturunkan tersebut. Penurunan nilai mata uang ini dapat bervariasi. Indonesia pernah menurunkan menjadi 10% pada tahun 1959, menjadi 3% pada tahun 1946 (satu rupiah Jepang menjadi tiga sen uang NICA), menjadi 1% pada tahun 1949 (100 rupiah Jepang menjadi satu rupiah ORI), menjadi 0,1% pada tahun 1965 (1000 rupiah menjadi satu rupiah). Efek pembersihan uang sama dengan pengguntingan uang, yaitu penurunan jumlah uang beredar.

6.3. Penetapan Uang Muka Impor

Ketetapan ini berlaku bagi para importir yang akan melakukan transaksi pembelian dari luar negeri. Dengan ketetapan ini para importir diwajibkan untuk membayar sejumlah persentase tertentu sebagai uang muka untuk pembelian valuta asing yang mereka perlukan untuk mengimpor barang yang mereka perlukan dari luar negeri. Oleh karena importir harus menyerahkan uang muka lebih dahulu, uang beredar dapat dikendalikan dari sisi impor oleh bank sentral melalui instrumen ini dengan menetapkan persentase uang muka yang harus dibayarkan oleh importir.

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

Tabel 1: Instrumen Langsung Pengendalian Moneter⁴

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|---|--|---|--|
| 1. Penetapan Suku Bunga (<i>Interest Rate Controls</i>) | Bank sentral dengan wewenangnya menetapkan tingkat suku bunga baik untuk pinjaman maupun simpanan di dalam sistem perbankan. | <ul style="list-style-type: none"> • Efektif untuk mengendalikan suku bunga kredit, terutama di masa krisis (sementara). • Biasanya dicadangkan pada saat pemerintah tidak dapat mencapai sasaran suku bunga melalui pasar atau ketika suku bunga jangka panjang merupakan tujuan kebijakan. • Mengandung pengaruh-pengaruh “<i>noncompetitive pricing</i>” ketika pembukaan bank terbatas. • Membatasi masalah-masalah “<i>adverse selection</i>”, terutama ketika informasi peminjam langka atau pengawasan bank lemah. | <ul style="list-style-type: none"> • Menghambat kompetisi di pasar-pasar keuangan. • Alokasi sumber-sumber keuangan tidak berdasarkan mekanisme pasar. • Pagu suku bunga mudah dihindari dengan mengubah simpanan bank menjadi aset yang menghasilkan bunga pasar (seperti valuta asing) atau menjadi barang. • Mendorong disintermediasi atau intermediasi nonbank. • Murah untuk meminjam kredit sehingga mendorong penggunaan kapital yang berlebihan. |
| 2. Pagu Kredit (<i>Credit Ceilings</i>) | Bank sentral menetapkan jumlah atau kuantitas maksimum kredit yang dapat disalurkan oleh perbankan. | <ul style="list-style-type: none"> • Efektif untuk mengendalikan kuantitas kredit perbankan, terutama di masa krisis (sementara). • Dapat meminimalkan kehilangan kendali moneter selama masa transisi ke instrumen tidak langsung ketika mekanisme transmisi tidak tentu. | <ul style="list-style-type: none"> • Menghambat alokasi sumberdaya perbankan. • Dapat menyebabkan disintermediasi dan hilangnya keefektifan. • Sulit diterapkan jika terdapat banyak bank dan “<i>capital inflows</i>”. |

⁴ Alexander, *et al.* “The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy”, *Occasional Paper*, No. 126. Washington, DC: IMF, June 1995. (Dimodifikasi)

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|---|---|--|---|
| 3. Rasio Likuiditas (<i>Statutory Liquidity Ratio</i>) | Bank sentral mewajibkan bank-bank untuk setiap saat memelihara surat-surat berharga tertentu atau mata uang tertentu dengan persentase tertentu (biasanya utang pemerintah), di luar CWM. | <ul style="list-style-type: none"> Dengan adanya “<i>captive demand</i>” untuk aset yang masuk kualifikasi (biasanya utang pemerintah), rasio likuiditas dapat mengurangi biaya peminjaman untuk penerbit instrumen ini. | <ul style="list-style-type: none"> Mengganggu kompetisi dengan menerapkan batasan-batasan pada manajemen aset bank. Mengganggu tingkat harga sekuritas dan menghambat perdagangan di pasar sekunder. Dapat menyebabkan disintermediasi dan menurunkan disiplin fiskal pemerintah, yang pada akhirnya akan menyebabkan hilangnya keefektifan sebagai alat untuk mengendalikan uang. |
| 4. Kredit Langsung (<i>Directed Credits</i>) | Bank sentral menyalurkan kredit secara langsung (atau melalui agen pemerintah) kepada sektor, program, proyek, dan/atau kegiatan tertentu yang sedang diprioritaskan. | <ul style="list-style-type: none"> Pengendalian langsung terhadap agregat kredit bank sentral ke perbankan. | <ul style="list-style-type: none"> Ada kemungkinan misalokasi sumber daya. Dapat digunakan untuk menyalurkan kredit langsung ke BUMN sehingga mengurangi pengaruh langsung anggaran pemerintah. |
| 5. Kuota Rediskonto (<i>Bank-by-bank Rediscount Quota</i>) | Bank sentral menetapkan jumlah kuota surat-surat berharga sektor tertentu yang dapat di rediskonto-kan dengan suku bunga di bawah harga pasar. | <ul style="list-style-type: none"> Menetapkan batas bawah suku bunga antarbank sehingga memperbaiki transmisi perubahan suku bunga. Digunakan untuk rediskonto surat berharga sektor tertentu dan menyalurkan likuiditas ke bank tertentu. | <ul style="list-style-type: none"> Suku bunga diskonto di bawah pasar dapat menghambat perkembangan PUAB jika penggunaannya tidak dibatasi. |
| 6.1. Pengguntingan Uang | Bank sentral dan/atau pemerintah menetapkan bahwa nilai pecahan mata uang tertentu berkurang sejumlah persentase tertentu (misalnya tinggal 50%) sedangkan sisanya | <ul style="list-style-type: none"> Merupakan sumber dana pemerintah dalam keadaan tidak terdapat sumber lain. Pilihan mudah bagi pemerintah yang baru dan belum kredibel. | <ul style="list-style-type: none"> Masyarakat merasa dirugikan karena ‘dipaksa’ menukarkan sebagian uangnya dengan surat berharga pemerintah. Kredibilitas pemerintah akan dipertanyakan apabila penggunaannya |

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|---|---|--|---|
| | diganti dengan surat berharga pemerintah jangka panjang. Caranya, uang kertas digunting menjadi dua bagian. Satu bagian sebagai alat pembayaran, bagian lain ditukar dengan surat berharga pemerintah. | | tidak sesuai dengan tujuan semula. <ul style="list-style-type: none"> • Pemerintah harus merencanakan dengan baik pada saat surat berharga jatuh waktu. |
| 6.2. Pembersihan Uang (<i>Monetary Purge</i>) | Bank sentral dan/atau pemerintah menetapkan bahwa nilai uang diturunkan dengan persentase tertentu tanpa ada penggantian untuk jumlah yang diturunkan tersebut. | <ul style="list-style-type: none"> • Merupakan sumber dana pemerintah dalam keadaan tidak terdapat sumber lain. • Pilihan mudah bagi pemerintah yang baru dan belum kredibel • Pemerintah tidak perlu mengeluarkan surat berharga pemerintah. | <ul style="list-style-type: none"> • Masyarakat dirugikan dengan penurunan nilai uangnya. • Kredibilitas pemerintah akan dipertanyakan apabila penggunaannya tidak sesuai dengan tujuan semula. |
| 6.3 Penetapan Uang Muka Impor | Dengan ketetapan ini para importir diwajibkan untuk membayar sejumlah persentase tertentu sebagai uang muka untuk pembelian valuta asing yang mereka perlukan untuk mengimpor barang yang mereka perlukan dari luar negeri. | <ul style="list-style-type: none"> • Uang beredar yang bersumber dari sisi impor dapat dikontrol. • Sebagai alat kontrol devisa negara. | <ul style="list-style-type: none"> • Memberatkan importir yang bermodal minim. • Dapat menyuburkan pasar gelap valuta asing. |

Instrumen Tidak Langsung

Jenis instrumen tidak langsung juga bermacam-macam dan bervariasi, antara lain:

1. Cadangan Wajib Minimum (CWM)
 - 1.1 Cadangan Primer (*Primary Reserves*)
 - 1.2 Cadangan Sekunder (*Secondary Reserves*)
2. Fasilitas Diskonto

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

3. Fasilitas Rediskonto
4. Operasi Pasar Terbuka
 - 4.1 Lelang Surat Berharga Bank Sentral
 - 4.2 Lelang Surat Berharga Pemerintah
 - 4.3 Operasi Pasar Sekunder
5. Fasilitas Simpanan Bank Sentral
6. Intervensi Valuta Asing
7. Fasilitas *Overdraft*
8. Simpanan Sektor Pemerintah
9. Lelang Kredit
10. Imbauan
11. Instrumen Lain

1. Cadangan Wajib Minimum (CWM)

Cadangan wajib minimum adalah jumlah alat likuid minimum yang wajib dipelihara oleh bank. Cadangan wajib minimum dapat dibedakan mejadi cadangan primer atau *primary reserves* dan cadangan sekunder atau *secondary reserves*. Cadangan primer lebih dikenal secara umum sebagai cadangan wajib minimum.

1.1. Cadangan Primer (*Primary Reserves*)

Cadangan primer atau yang umum dikenal dengan *reserve requirement* adalah instrumen tidak langsung yang merupakan ketentuan bank sentral yang mewajibkan bank-bank memelihara sejumlah alat likuid sebesar persentase tertentu dari kewajiban lancarnya. Sebagian alat likuid tersebut ada yang harus dipelihara dalam bentuk kas dan sebagian lainnya dalam bentuk rekening giro bank tersebut pada bank sentral.

Cadangan primer ini termasuk instrumen tidak langsung karena ia pada satu sisi akan mempengaruhi kemampuan bank memberikan kredit dan pada sisi lain tingkat suku bunga. Meskipun merupakan instrumen tidak langsung, cadangan primer ini adalah jenis instrumen

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

yang bersifat *non-market based* karena jumlah cadangan primer ditentukan oleh bank sentral.

Atas bagian cadangan primer yang dipelihara dalam bentuk rekening giro pada bank sentral oleh bank sentral ada yang diberi bunga (biasanya di bawah bunga pasar) dan ada juga yang tidak. Besarnya cadangan primer ada yang ditetapkan untuk setiap hari dan ada pula yang diterapkan rata-rata suatu periode (*averaging*), misalnya satu minggu atau satu bulan, untuk memberikan fleksibilitas dalam manajemen portofolionya.

Naik turunnya persentase cadangan primer akan mempengaruhi ke-mampuan bank dalam memberikan kredit. Apabila persentase diturunkan, kemampuan bank dalam memberikan kredit akan meningkat. Langkah ini setara dengan terjadinya penambahan jumlah uang beredar (ekspansi moneter) yang akan mendorong penurunan suku bunga. Selain itu, cadangan primer pada dasarnya berfungsi seperti pajak (*tax*)⁵ atas likuiditas yang dimobilisasi oleh bank. Oleh karena itu, penurunan cadangan primer akan menurunkan biaya dana dan pada gilirannya akan dapat menurunkan suku bunga kredit. Sebaliknya, apabila persentase cadangan primer dinaikkan, hal tersebut setara dengan terjadinya penurunan jumlah uang beredar (kontraksi moneter) yang dapat meningkatkan suku bunga.

Cadangan primer ini banyak digunakan oleh bank sentral sebagai instrumen pengendalian moneter di samping sebagai ketentuan kehati-hatian (*prudential regulation*) untuk memastikan bahwa bank-bank mempunyai likuiditas yang cukup setiap saat bila nasabah melakukan penarikan simpanannya. Namun, dalam perkembangannya, perubahan persentase cadangan primer secara aktif sebagai instrumen pengendalian moneter semakin berkurang, terutama atas pertimbangan dapat memberikan dampak yang buruk terhadap pengelolaan portofolio bank-bank. Di banyak negara maju dewasa ini pengaturan mengenai cadangan primer telah ditiadakan atau

⁵ Cadangan primer berfungsi seperti pajak mengingat bank tidak dapat memanfaatkan sejumlah dananya yang berada dalam cadangan primer untuk disalurkan dalam bentuk kredit atau penempatan lain yang menghasilkan sehingga bank menanggung *opportunity cost* karenanya. Semakin besar cadangan primer, semakin *besar opportunity cost* bagi bank yang mirip seperti semakin besar pajak yang ditanggung oleh bank.

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

persentasenya sangat rendah. Oleh karena itu, cadangan primer dewasa ini lebih banyak berperan sebagai instrumen *prudential*.

1.2. Cadangan Sekunder (*Secondary Reserves*)

Di samping cadangan primer, ada kalanya bank sentral mewajibkan bank-bank untuk memelihara sejumlah alat likuid tambahan di atas cadangan primer (atau merinci lebih lanjut alat likuid tertentu yang harus dipelihara di dalam cadangan primernya). Tambahan alat likuid tersebut seringkali dinamakan cadangan sekunder (*secondary reserves*). Pada umumnya, alat likuid yang dapat diperhitungkan sebagai cadangan sekunder berbentuk surat-surat berharga baik milik bank sentral maupun pemerintah. Tujuan penetapan cadangan sekunder pada umumnya berkaitan dengan upaya pemerintah atau bank sentral dalam rangka mendorong bank-bank untuk membeli surat-surat berharga milik pemerintah atau bank sentral.

2. Fasilitas Diskonto

Fasilitas diskonto adalah fasilitas kredit (dan/atau simpanan) yang diberikan oleh bank sentral kepada bank-bank dengan jaminan surat-surat berharga dan tingkat diskonto yang ditetapkan oleh bank sentral sesuai dengan arah kebijakan moneter. Tinggi rendahnya tingkat diskonto akan mempengaruhi permintaan kredit dari bank. Dalam hal bank sentral menginginkan terjadinya kenaikan suku bunga maka bank sentral dapat memberikan sinyal melalui kenaikan tingkat diskonto (bunga) fasilitas ini.

Di beberapa negara tingkat diskonto yang ditetapkan untuk fasilitas ini ada yang berada di atas suku bunga pasar uang antarbank (PUAB) dan ada pula yang berada di bawah suku bunga PUAB. Pada umumnya, penggunaan fasilitas diskonto ini oleh bank-bank akan dikenakan penalti agar mereka tidak seringkali menggunakan fasilitas diskonto dari bank sentral mengingat fasilitas ini berfungsi sebagai mekanisme katup pengaman dalam menjaga stabilitas di pasar uang.

Bentuk fasilitas diskonto ini pada umumnya berupa pinjaman dengan jaminan kepada sistem perbankan dan suku bunga di atas suku bunga intervensi bank sentral (atau berupa simpanan dengan suku bunga di bawah

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

pasar) sehingga suku bunga fasilitas diskonto ini akan menjadi patokan suku bunga pinjaman tertinggi (*ceiling*), atau suku bunga simpanan terendah (*floor*). Contoh instrumen ini diantaranya fasilitas *repo* (*late repo facility* di Inggris), fasilitas pinjaman dan simpanan (di ECB), dan fasilitas diskonto (di Amerika Serikat).

3. Fasilitas Rediskonto

Fasilitas rediskonto adalah instrumen tidak langsung serupa dengan fasilitas diskonto dalam bentuk fasilitas pinjaman jangka pendek (hanya berbeda pada surat berharga yang digunakan bukan surat berharga bank sentral melainkan surat berharga pasar uang) yang merupakan ketentuan bank sentral dalam menetapkan tingkat rediskonto surat-surat berharga pasar uang (SBPU) yang dapat digunakan dan dirediskontokan ke (dibeli oleh) bank sentral.

Pada umumnya, penerapan fasilitas ini ditujukan untuk mengembangkan pasar surat-surat berharga pasar uang dan juga bermanfaat pada saat OPT masih terbatas dan belum berjalan dengan baik antara lain sebagai akibat terbatasnya surat-surat berharga yang dapat dipergunakan sebagai instrumen operasionalnya.

4. Operasi Pasar Terbuka (OPT)

OPT merupakan instrumen kebijakan moneter tidak langsung yang penting karena melalui OPT bank sentral dapat mempengaruhi sasaran operasionalnya (yaitu suku bunga atau jumlah uang beredar) secara lebih efektif. Dikatakan demikian karena sinyal arah kebijakan moneter dapat disampaikan melalui OPT, yang pelaksanaannya dilakukan secara terbuka dan pembentukan suku bunganya ditentukan berdasarkan mekanisme pasar. Selain itu, OPT juga dapat dilakukan atas inisiatif bank sentral dengan frekuensi dan kuantitas sesuai dengan yang diinginkannya.

OPT berbentuk kegiatan jual-beli surat-surat berharga oleh bank sentral, baik di pasar primer maupun pasar sekunder melalui mekanisme lelang atau nonlelang. Apabila bank sentral akan mengurangi jumlah uang beredar, bank sentral akan menjual surat-surat berharga (biasa disebut

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

kontraksi) yang akan berdampak pada pengurangan alat-alat likuid bank-bank dan selanjutnya akan memperkecil kemampuan bank-bank memberikan pinjaman. Demikian pula sebaliknya, apabila bank sentral akan menambah jumlah uang beredar, bank sentral akan membeli surat-surat berharga (biasa disebut ekspansi) yang akan berdampak pada peningkatan alat-alat likuid bank-bank dan selanjutnya akan memperbesar kemampuan bank-bank memberikan pinjaman.

OPT merupakan instrumen tidak langsung yang sangat penting karena sangat fleksibel dibandingkan dengan instrumen-instrumen tidak langsung lainnya, seperti cadangan primer atau fasilitas diskonto, dan keikutsertaan setiap institusi peserta atas dasar sukarela, bukan kewajiban. Dikatakan fleksibel karena dapat dilakukan atas inisiatif bank sentral dengan frekuensi dan kuantitas sesuai dengan yang diinginkan. Fleksibel juga karena OPT ini dapat dilakukan di pasar primer atau pasar sekunder dengan menggunakan berbagai instrumen pasar uang, seperti surat berharga bank sentral, surat berharga pemerintah, atau surat berharga pasar uang. Selain itu, OPT fleksibel karena bank sentral dapat menargetkan suku bunganya atau jumlah/kuantitasnya dan dapat bervariasi jangka waktunya. Instrumen-instrumen operasional OPT cukup banyak dan bervariasi, antara lain:

4.1 Lelang Surat Berharga Bank Sentral di Pasar Primer

Lelang surat berharga bank sentral merupakan salah satu instrumen operasional yang digunakan dalam OPT. Lelang ini dilakukan di pasar primer karena bank sentral sebagai penerbit menjual langsung ke pasar. Instrumen ini banyak digunakan di beberapa negara, khususnya untuk memisahkan sasaran kebijakan moneter dari sasaran manajemen utang pemerintah. Selain itu, instrumen ini terutama digunakan pada saat pasar sekunder belum cukup berkembang dan instrumen lain belum tersedia untuk beroperasinya OPT secara efektif.

4.2 Lelang Surat Berharga Pemerintah di Pasar Primer

Lelang surat berharga pemerintah merupakan salah satu instrumen operasional yang digunakan dalam OPT seperti lelang surat berharga bank sentral. Adapun perbedaannya ialah penerbitnya adalah pemerintah, bukan bank sentral. Lelang ini dilakukan di pasar primer

karena pemerintah sebagai penerbit menjual langsung ke pasar. Instrumen ini juga banyak digunakan di beberapa negara, terutama digunakan pada saat pasar sekunder belum cukup berkembang untuk beroperasinya OPT secara efektif.

4.3 Operasi Pasar Sekunder

Seperti telah disampaikan di atas, pasar sekunder merupakan pasar uang yang lebih baik untuk OPT. Di pasar sekunder dapat dilakukan jual-beli surat-surat berharga secara *outright* atau *repo* (*repurchase agreement*). Hal ini hanya akan dapat terlaksana apabila pasar sekunder telah berkembang baik sehingga operasi ini banyak digunakan di sebagian besar negara maju yang pasar sekundernya sudah sedemikian maju, likuid, dan surat-surat berharga yang dapat diperjualbelikan tersedia dalam jumlah yang memadai.

Selain ketiga hal di atas, terdapat pula instrumen pengendalian moneter lain yang dapat berfungsi sebagai instrumen operasional OPT namun yang diperjualbelikan bukan surat berharga. Dua instrumen tersebut adalah fasilitas simpanan bank sentral yang bersifat aktif dan operasi valuta asing yang akan diterangkan di bawah ini.

5. Fasilitas Simpanan Bank Sentral

Fasilitas simpanan bank sentral merupakan salah satu instrumen tidak langsung yang berbentuk simpanan bank-bank di bank sentral yang berjangka sangat pendek. Fasilitas ini digunakan oleh bank-bank apabila mereka mengalami kelebihan likuiditas pada akhir hari namun tidak dapat menempatkan dana kelebihannya itu di tempat lain. Oleh karena itu, suku bunga fasilitas simpanan ini pada umumnya berada di bawah suku bunga pasar. Fasilitas ini ada yang bersifat aktif dan pasif. Pasif berarti inisiatif berada pada peserta pasar dan berapa pun jumlah yang akan mereka simpan bank sentral harus menerimanya. Aktif berarti inisiatif berada pada bank sentral. Fasilitas yang bersifat pasif sama dengan fasilitas diskonto yang berbentuk simpanan sedangkan fasilitas yang bersifat aktif dapat dipergunakan sebagai salah satu instrumen operasional OPT tanpa menggunakan surat berharga sebagai instrumen yang diperjualbelikan.

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

6. Operasi Valuta Asing

Operasi valuta asing merupakan salah satu instrumen tidak langsung yang dapat digunakan dalam OPT, yaitu bank sentral melakukan jual-beli valuta asing di pasar valuta asing untuk mempengaruhi jumlah uang beredar dan nilai tukar. Misalnya, apabila bank sentral membeli valuta asing (dan membayarnya dengan valuta sendiri) berarti bank sentral telah menambah jumlah uang beredar. Selain itu, permintaan akan valuta asing naik yang dapat menyebabkan melemahnya nilai tukar valuta sendiri.

Jual-beli valuta asing ini dapat dilakukan secara *spot* (*outright*) atau *swap*. Jual beli secara *spot* bermanfaat ketika pasar valuta asing di negara tersebut lebih berkembang daripada pasar uangnya. Penggunaan lain instrumen ini adalah untuk sterilisasi di saat banyak investasi asing (berarti membawa valuta asing untuk ditukar) masuk, untuk menjaga jumlah uang beredar. Selain itu, pada saat valuta sendiri melemah dan tertekan oleh satu dan lain hal, bank sentral dapat pula menggunakan instrumen ini untuk menjaga kestabilan nilai tukar dengan menjual valuta asing yang diminta oleh pasar. Namun, operasi seperti ini tidak dapat dilakukan terus-menerus karena jumlah cadangan devisa (valuta asing yang dimiliki bank sentral) ada batasnya.

7. Fasilitas *Overdraft*

Fasilitas *overdraft* adalah instrumen tidak langsung berupa fasilitas pemberian pinjaman (dengan atau tanpa jaminan) yang berjangka sangat pendek kepada bank-bank yang mengalami kesulitan likuiditas jangka sangat pendek (kalah kliring). Oleh karena itu, fasilitas ini pada umumnya memiliki suku bunga di atas suku bunga sumber-sumber dana lainnya di pasar uang.

Cara kerja instrumen ini dapat digambarkan sebagai berikut. Pada saat kliring akan ada bank yang menang dan kalah kliring. Menang kliring berarti kewajibannya lebih kecil daripada tagihannya kepada bank-bank lain, atau sebaliknya. Bank yang kalah kliring berarti harus menyediakan dana likuid sebesar kekalahan tersebut. Bank yang bersangkutan dapat menyediakannya dari dananya sendiri, meminjam ke bank lain, atau, kalau tidak ada alternatif lain, meminjam ke bank sentral melalui fasilitas *overdraft*.

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

Fasilitas ini merupakan fasilitas standar dan merupakan salah satu instrumen penting di banyak negara karena suku bunga *overdraft* dapat dijadikan sebagai suku bunga kunci dalam perubahan arah kebijakan moneter.

8. Simpanan Sektor Pemerintah

Simpanan sektor pemerintah merupakan instrumen tidak langsung yang dapat digunakan oleh bank sentral terutama untuk pengendalian likuiditas jangka pendek. Cara kerja instrumen ini sebenarnya hanya berupa realokasi simpanan pemerintah yang berada di bank sentral dan di bank-bank pelaksana/umum. Apabila bank sentral akan mengurangi jumlah uang beredar maka dapat dilakukan dengan realokasi simpanan sektor pemerintah yang berada di bank-bank umum ke bank sentral. Demikian pula sebaliknya.

Instrumen ini pernah digunakan di beberapa negara, seperti Kanada, Malaysia, dan Jerman sampai akhir 1993. Penggunaannya memerlukan koordinasi yang baik antara bank sentral dan Kementerian Keuangan.

9. Lelang Kredit

Lelang kredit merupakan instrumen sementara yang dipergunakan dalam masa awal transisi ke penggunaan instrumen tidak langsung untuk mengubah dari pemberian kredit langsung ke alokasi pasar. Oleh karena itu, instrumen ini biasanya hanya digunakan ketika pasar-pasar keuangan belum berkembang dan suku bunga patokan antarbank belum ada.

Dengan sistem lelang, alokasi kredit dapat sesuai dengan kebutuhan pasar, dan suku bunga pasar dapat terbentuk. Apabila surat-surat berharga pasar uang sudah mulai berkembang, operasi lelang kredit ini dapat direstrukturisasi kembali menjadi lelang *repo*.

10. Imbauan

Imbauan juga dapat dipergunakan sebagai instrumen tidak langsung dalam pengendalian moneter oleh bank sentral. Imbauan akan menjadi efektif

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

apabila bank sentralnya kredibel dan tidak sering digunakan. Sebagai contoh, bank sentral mengimbuai bank-bank utama untuk menurunkan suku bunga pinjaman dan simpanan agar semua bank juga mengikuti langkah bank-bank utama tersebut sehingga akan mempengaruhi sistem perbankan/keuangan secara keseluruhan.

11. Instrumen Lain

Surat berharga yang dijual oleh bank sentral pada umumnya berdasarkan suku bunga (*interest based*) namun dengan berkembangnya perbankan syariah, bank sentral juga dapat menjual surat berharga yang berdasarkan syariah. Salah satunya adalah surat berharga *wadiah* bank sentral. Instrumen ini pada awalnya disediakan oleh bank sentral sebagai fasilitas simpanan bagi bank-bank syariah sehingga mempunyai kemiripan dengan fasilitas simpanan bank sentral yang berdasar syariah. Namun, tidak tertutup kemungkinan di masa mendatang instrumen ini dapat pula dipergunakan sebagai salah satu instrumen operasional OPT.

Tabel 2. Instrumen Tidak Langsung Pengendalian Moneter⁶

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|---|--|--|--|
| 1.1 Cadangan Primer (<i>Primary Reserve</i>)/ Cadangan Wajib Minimum (<i>Reserve Requirements</i>) BI: Giro Wajib Minimum (GWM) | Bank sentral mewajibkan bank-bank memelihara sejumlah alat likuid tertentu (seperti kas) sebesar persentase tertentu dari kewajiban lancarnya pada bank sentral. | <ul style="list-style-type: none">• Meningkatkan kemampuan memperkirakan kebutuhan (“<i>predictability</i>”) cadangan.• Peningkatan cadangan primer bermanfaat untuk sterilisasi eksekus likuiditas atau untuk mengakomodasi perubahan struktural dalam permintaan akan cadangan.• Meningkatkan keefektifan kebijakan moneter. | <ul style="list-style-type: none">• Cadangan primer tinggi merupakan pajak pada intermediasi perbankan. Hal ini dapat dinetralkan dengan pemberian kompensasi sesuai dengan suku bunga pasar.• Pajak ini dapat menyebabkan melebarnya “<i>spreads</i>” antara suku bunga kredit dan suku bunga deposito, yang akan mengarah pada disintermediasi. |

⁶ Alexander, *et al.*, “The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy”, *Occasional Paper*, No. 126. Washington, DC: IMF, June 1995. (Dimodifikasi)

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|--|---|--|--|
| | | <ul style="list-style-type: none"> • “<i>Averaging</i>” memberikan fleksibilitas yang lebih besar kepada bank dalam manajemen portofolionya. | <ul style="list-style-type: none"> • Tidak cocok jika digunakan untuk manajemen likuiditas jangka pendek karena seringnya perubahan cadangan primer mengganggu manajemen portofolio bank. |
| <p>1.2 Cadangan Sekunder (<i>Secondary Reserves</i>) BI: —</p> | <p>Bank sentral mewajibkan bank-bank, di luar cadangan primer (tetapi masih dalam kerangka CWM), untuk memelihara alat-alat likuid tertentu dengan rincian/persentase tertentu.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Memberikan keleluasaan bank sentral dalam menentukan alat likuid yang harus dipelihara. • Dapat dipakai untuk memasyarakatkan surat berharga tertentu. | <ul style="list-style-type: none"> • Kurang memberikan ruang fleksibilitas bagi bank. • Mengganggu kompetisi perbankan dengan penerapan pembatasan ini. • Mengganggu harga pasar sekuritas yang lain di pasar sekunder. |
| <p>2. Fasilitas Diskonto (<i>Standing Facilities</i>) BI: SBI repo</p> | <p>Bank sentral memberikan fasilitas pinjaman (dan/atau simpanan) dan menetapkan tingkat diskonto surat berharga bank sentral (SBBS) atau pinjamannya.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Berguna sebagai mekanisme katup pengaman. • Berguna sebagai sinyal kebijakan bank sentral. • Fasilitas untuk bank-bank lemah yang sulit mendapatkan kebutuhan dana di PUAB. • Memberikan informasi patokan suku bunga. | <ul style="list-style-type: none"> • Tidak begitu cocok untuk pentargetan “base money” secara tepat, karena akses ke pintu ini atas inisiatif bank. • Kriteria surat berharga yang dapat digunakan dan akses ke pintu ini sering dimanfaatkan sebagai kebijakan kredit selektif. |
| <p>3. Fasilitas Rediskonto (<i>Rediscount Window</i>) BI: Pembelian SBPU</p> | <p>Bank sentral memberikan fasilitas pinjaman melalui rediskonto surat berharga pasar uang (SBPU), menetapkan tingkat rediskontonya, dan menetapkan SBPU yang dapat digunakan.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Suku bunga diskonto sering dapat meningkatkan transmisi dari arah kebijakan melalui pengaruh pengumumannya sebagai patokan suku bunga (Perancis, Jerman, dan Amerika Serikat). • Pengaruh awalnya lebih meluas daripada OPT, yang hanya terbatas pada counterpart-nya di satu atau sedikit pusat- | <ul style="list-style-type: none"> • Tidak begitu cocok untuk pentargetan <i>base money</i> secara tepat karena akses ke pintu ini atas inisiatif bank. • Kriteria surat berharga yang dapat digunakan dan akses ke pintu ini sering dimanfaatkan sebagai kebijakan kredit selektif. |

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|---|--|---|--|
| | | <p>pusat finansial.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mengembangkan pasar surat-surat berharga yang dapat di-rediskontokan. • Dapat pula bermanfaat pada saat OPT terbatas karena kurangnya surat berharga. | |
| <p>4.1 Lelang SB Bank Sentral sebagai instrumen OPT</p> <p>BI: Penjualan SBI</p> | <p>Bank sentral melakukan lelang untuk menjual/membeli SB bank sentral kepada perbankan dan/atau peserta lain di pasar primer.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Instrumen yang fleksibel untuk manajemen likuiditas jangka pendek karena bank sentral yang menerbitkan dan berbagai format lelang/tender dapat digunakan untuk mengarahkan suku bunga. • Bermanfaat khususnya pada saat bank sentral tidak punya cukup SB pemerintah untuk melaksanakan OPT. | <ul style="list-style-type: none"> • Bank sentral dapat menanggung kerugian apabila terjadi penerbitan/penjualan yang cukup besar. • Jika SB bank sentral digunakan bersama dengan SB pemerintah (T-Bills), permasalahan akan muncul jika tidak ada koordinasi yang kuat antarpenerbit SB. |
| <p>4.2 Lelang SB Pemerintah sebagai instrumen OPT</p> <p>BI: —</p> | <p>Pemerintah melakukan lelang untuk menjual SB pemerintah kepada peserta pasar di pasar primer. Selanjutnya, bank sentral dapat melakukan jual-beli SB pemerintah ini dalam OPTnya.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Manajemennya sama dengan SB bank sentral jika koordinasi dengan departemen keuangan karena penerbitan SB pemerintah dapat melebihi kebutuhan fiskal. • Mendorong disiplin fiskal bagi pemerintah jika pembiayaan langsung dari bank sentral dihentikan. | <ul style="list-style-type: none"> • Tujuan manajemen utang dapat berbentrok dengan manajemen moneter jika departemen keuangan memanipulasi lelang untuk menjaga biaya dana di bawah pasar. • Ketika manajemen moneter bergantung pada penerbitan perdana, lelang sering dapat menghambat perkembangan pasar sekunder. |
| <p>4.3 Operasi Pasar Sekunder (<i>Secondary Market Operations</i>)</p> <p>BI: —</p> | <p>Bank sentral melakukan jual-beli surat-surat berharga secara <i>outright</i> atau <i>repo</i> (<i>repurchase agreement</i>) dalam rangka OPT.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Dapat dilaksanakan secara terus-menerus sehingga memberikan fleksibilitas yang tinggi. • Transparan. | <ul style="list-style-type: none"> • Memerlukan pasar sekunder yang matang dan likuid dan bank sentral harus memiliki cadangan aset yang dapat dipasarkan |

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|---|--|--|--|
| | | <ul style="list-style-type: none"> • Meningkatkan perkembangan pasar sekunder. • Respons yang segera dari pasar uang. | (marketable assets) yang cukup. |
| <p>5. Fasilitas Simpanan Bank Sentral (dapat digunakan sebagai instrumen OPT)/ Deposits Facility</p> <p>BI: Intervensi Rupiah</p> | <p>Bank sentral memberikan fasilitas berbentuk simpanan bank-bank di bank sentral yang berjangka sangat pendek yang digunakan oleh bank-bank apabila mereka mengalami kelebihan likuiditas pada akhir hari namun tidak dapat menempatkan dana kelebihannya itu di tempat lain.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Membantu pencapaian sasaran operasional • Fleksibel dalam jumlah maupun suku bunga • Suku bunga sebagai acuan pasar uang • Dapat untuk keperluan kontraksi dan ekspansi • Membantu bank yang kelebihan likuiditas | <ul style="list-style-type: none"> • Apabila dilakukan terus-menerus, menyebabkan ketergantungan dan manajemen keuangan kurang berkembang |
| <p>6. Operasi Valuta Asing (dapat digunakan sebagai instrumen OPT) atau Foreign Exchange Operation</p> <p>BI: Intervensi Valuta Asing</p> | <p>Bank sentral melakukan jual-beli valuta asing di pasar valuta asing untuk mempengaruhi jumlah uang beredar dan nilai tukar.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Jika pasar valas berkembang sedangkan pasar SB pemerintah tidak aktif, <i>swap</i> dapat menggantikan operasi <i>repo</i> SB pemerintah. • Penjualan dan pembelian valas secara <i>spot</i> (“outright”) dapat bermanfaat ketika pasar valas lebih berkembang daripada pasar uangnya. | <ul style="list-style-type: none"> • Bank sentral dapat mengalami kerugian jika operasi valas digunakan dengan maksud untuk menjaga nilai tukar yang tidak “sustainable”. |
| <p>7. Fasilitas Overdraft (Overdraft Window)</p> <p>BI: —</p> | <p>Bank sentral memberikan fasilitas pinjaman (dengan atau tanpa jaminan) yang berjangka sangat pendek kepada bank-bank yang mengalami kesulitan likuiditas jangka sangat pendek (kalah kliring).</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Menyediakan fasilitas pinjaman jangka sangat pendek yang suku bunganya lebih tinggi daripada sumber lain. • Dapat menjadi bagian kunci pengaturan sistem pembayaran. | <ul style="list-style-type: none"> • Lihat pintu rediskonto di atas. • Kerugian suku bunga yang sudah diumumkan sebelumnya sedangkan akses ke pintu ini atas inisiatif bank. |
| <p>8. Simpanan Sektor Pemerintah (Public Sector Deposits)</p> | <p>Bank sentral memindahkan/realokasi simpanan pemerintah yang berada di bank</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Karena besarnya arus dana keluar/masuk sistem perbankan dari pemerintah, realokasi | <ul style="list-style-type: none"> • Kurang transparan. • Berlawanan dengan usaha pengembangan pasar sekunder untuk |

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|--|--|---|--|
| BI: Simpanan Pemerintah/ BUMN | sentral dan/atau di bank-bank pelaksana/ umum. | simpanan pemerintah antara bank sentral dan bank pelaksana dapat menjadi instrumen kunci untuk meredam pengaruh arus tersebut pada likuiditas jangka pendek. | sekuritas pemerintah. |
| 9. Lelang Kredit (Credit Auction) BI: — | Bank sentral melakukan lelang kredit kepada perbankan. | <ul style="list-style-type: none"> • Menawarkan alat untuk mengetahui harga /suku bunga kredit bank sentral. • Dapat digunakan ketika pasar masih belum berkembang dan referensi suku bunga antarbank belum ada. • Menetapkan patokan suku bunga. • Mengalokasikan kredit sesuai dengan ketentuan pasar. | <ul style="list-style-type: none"> • Bank sentral menghadapi risiko kredit yang sulit dinilai. • Mungkin tidak cocok untuk manajemen harian jika “settlement” lelang melebihi target harian. • Rawan terhadap masalah “adverse selection”. |
| 10. Imbauan (Moral Suasion) BI: Imbauan | Bank sentral mengimbau bank-bank untuk melakukan hal-hal tertentu, seperti menurunkan suku bunga pinjaman/ simpanannya. | <ul style="list-style-type: none"> • Fleksibel penggunaannya. • Tidak mengikat • Efektif kalau BS kredibel | <ul style="list-style-type: none"> • Tidak mengikat sehingga hasilnya tidak pasti. • Tidak boleh digunakan terus-menerus. • Kalau BS tidak kredibel, kurang efektif |
| 11. Penjualan SB Wadiah Bank Sentral sebagai instrumen OPT BI: Penjualan SWBI | Bank sentral membuka <i>window</i> (seperti fasilitas simpanan bank sentral namun menggunakan sistem <i>mudharabah</i>) khusus untuk penempatan bagi bank-bank syariah. | <ul style="list-style-type: none"> • Instrumen yang dapat dijadikan sebagai komplemen SB bank sentral di sektor perbankan syariah • Bermanfaat khususnya pada saat bank sentral tidak punya cukup SB pemerintah untuk melaksanakan OPT. • Memiliki keuntungan seperti fasilitas simpanan bank sentral. • Memberikan kesempatan yang sama bagi bank syariah untuk ikut berpartisipasi di | <ul style="list-style-type: none"> • Bank sentral hanya dapat mengendalikan kuantitas dan tidak dapat mengendalikan suku bunga karena ketentuan syariahnya. • Memiliki kekurangan seperti fasilitas simpanan bank sentral. • Akan tidak terlalu efektif kalau volume penjualan kecil. |

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter yang Umum Digunakan

| Instrumen | Cara Kerja | Keuntungan | Kerugian |
|------------------|-------------------|--|-----------------|
| | | pasar uang dengan sistem yang sesuai dengan syariah. <ul style="list-style-type: none">• Menambah pilihan instrumen bagi bank sentral.• Akan efektif apabila volume penjualan sudah cukup banyak. | |

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter yang Umum Digunakan

Pada akhir tahun 1970an bank sentral negara-negara industri maju mulai meninggalkan instrumen langsung dalam pengendalian moneternya dan mulai menggunakan serta mengandalkan instrumen tidak langsung. Kecenderungan ini dalam tahun-tahun berikutnya juga diikuti oleh negara-negara berkembang dan negara-negara transisi.⁷ Hal ini terjadi terutama karena kondisi perekonomian dunia yang semakin terbuka berpengaruh terhadap semakin berkembangnya pasar-pasar keuangan, yang kemudian menyebabkan instrumen langsung menjadi kurang efektif karena dapat mengakibatkan inefisiensi dan disintermediasi.

Instrumen-instrumen langsung yang biasa digunakan antara lain pagu kredit, pengendalian suku bunga, kredit langsung, rasio likuiditas (*statutory liquidity ratios*), dan kuota rediskonto (*rediscount quotas*). Adapun instrumen-instrumen tidak langsung yang biasa digunakan antara lain cadangan primer, fasilitas diskonto, dan operasi pasar terbuka (OPT). Instrumen-instrumen lain yang juga masih umum digunakan antara lain fasilitas rediskonto, lelang kredit, dan operasi valuta asing (*swaps*). Namun, instrumen utama yang menjadi tulang punggung pelaksanaan kebijakan moneter agak sedikit berbeda. Sebagian besar bank sentral menggunakan OPT sebagai instrumen utamanya. Di samping itu, ada pula negara yang

⁷ Alexander, *et al.* (1995)

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

menggunakan instrumen selain OPT sebagai instrumen utamanya, seperti Brasil yang menggunakan fasilitas diskonto.

Penggunaan OPT sebagai instrumen utama oleh sebagian besar bank sentral baik di negara-negara maju maupun negara-negara berkembang cukup dapat dimengerti karena OPT merupakan instrumen yang sangat fleksibel dan keterlibatan institusi pihak kedua (bank dan broker) tidak mengikat. Selain itu, bank sentral dapat mengendalikan frekuensi OPT dan jumlah/kuantitas lelang yang diinginkan sehingga OPT merupakan metoda yang sangat bermanfaat untuk menstabilkan *reserve money* atau suku bunga jangka pendek. Sebagai tambahan, yang tidak kalah penting ialah bahwa OPT juga tidak membebankan pajak kepada bank.

Instrumen utama OPT yang digunakan pada umumnya adalah surat-surat berharga pemerintah, seperti T-bills, dan dilengkapi dengan surat berharga bank sentral. Penggunaan surat berharga pemerintah dalam OPT akan sangat meringankan beban biaya OPT bagi bank sentral. Tabel 3 memperlihatkan secara umum instrumen-instrumen pengendalian moneter yang digunakan di beberapa negara lain.

Dari Tabel 3 terlihat bahwa negara-negara berkembang dan negara-negara transisi pada umumnya mengikuti apa yang dilakukan oleh negara-negara maju dalam pemilihan instrumen-instrumen pengendalian moneternya sesuai dengan perkembangan pasar keuangannya. Namun, negara-negara berkembang pada umumnya masih menggunakan instrumen-instrumen lain yang dipergunakan sebagai pelengkap yang berhubungan dengan transisi penggunaan instrumen langsung ke tidak langsung sesuai dengan perkembangan pasar-pasar keuangan negara yang bersangkutan. Sebagai contoh, India mempunyai instrumen *Switching Facility* sampai dengan tahun 1992. Dengan instrumen ini bank sentral India (RBI) membeli kertas berharga (*notes*) dengan kupon rendah dan menjual/menggantikannya dengan kertas berharga dengan kupon tinggi untuk memperbaiki portofolio bank-bank dan institusi finansial lainnya. Selain itu, ada pula instrumen-instrumen yang masih digunakan yang lebih bersifat spesifik untuk mencapai sasaran tertentu. Misalnya, Malaysia menggunakan instrumen langsung penetapan suku bunga untuk pembiayaan sektor prioritas. Sementara itu, Thailand menggunakan pagu kredit untuk alokasi pembiayaan sektor prioritas.

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter yang Umum Digunakan

Tabel 3. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter yang Digunakan oleh Negara-negara Lain

| Negara | Cadangan Wajib Minimum | Fasilitas Diskonto | Operasi Pasar Terbuka | Instrumen Lain |
|-----------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------------|---|
| a. Negara Maju: | | | | |
| Amerika Serikat | 3% - 10% | Kebutuhan jangka pendek | SB pemerintah, bonds, notes | Tidak ada |
| Inggris | 0.35% | Overnight, LOLR | SB pemerintah, SB swasta | Tidak ada |
| Jepang | Ya | Diatur per bank | SB pemerintah, bonds, CDs | Imbauan |
| Perancis | 0.5% - 1% | 5 - 10 hari repo | SB pemerintah, SB swasta | Tidak ada |
| Jerman | 1% - 20%, rata-rata | 3 bulan, sedang, panjang | SB pemerintah | Fasilitas kredit perpanjangan |
| New Zealand | Tidak ada | < 28 hari, otomatis | SB pemerintah, SB bank sentral | Tidak ada |
| b. Negara Berkembang: | | | | |
| - Amerika Latin: | | | | |
| Argentina | 3% - 43%, rata-rata | ≤ 30 hari, LOLR | Bonds pemerintah | Tidak ada |
| Cili | 3.6% - 30% | 1 hari/bulan, LOLR | SB pemerintah, SB bank sentral | Tidak ada |
| Brasil | 3% - 83% | Ya | SB pemerintah, SB bank sentral | Fasilitas Overdraft, Fasilitas kredit jangka pendek, Fasilitas kredit perpanjangan, Lelang kredit |
| Meksiko | ≥ 0 | Darurat | CETES, BONOS | CDs, Fasilitas pinjaman darurat |
| - Asia Tenggara: | | | | |
| Korea | Ya | Ya | Bonds pemerintah, MSBs | Lelang kredit |

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

| Negara | Cadangan Wajib Minimum | Fasilitas Diskonto | Operasi Pasar Terbuka | Instrumen Lain |
|-----------------------|------------------------|--------------------|--------------------------------|---|
| Thailand | 7%, rata-rata | 7 hr, LOLR | SB pemerintah, SB bank sentral | SLR, FXW |
| Filipina | 17% | Ya | SB pemerintah, SB bank sentral | |
| Malaysia | 11.5%, rata-rata | ≥ 3 bl | SB pemerintah, SB bank sentral | Kredit jangka pendek, SLR, Inst. langsung |
| Indonesia | 3% - 5%, rata-rata | Ya | SB bank sentral, SB pasar uang | Tab. pmth, Kr. Liq, FXO |
| - Neg. Berkembg Lain: | | | | |
| Ghana | 5%, rata-rata | Ya, sb. penalti | SB pemerintah, SB bank sentral | Pinjaman overnight |
| Mesir | 10% -15%, rata-rata | Ya, 2% di atas | SB pemerintah | SLR |
| Tunisia | 2% | 7hr, sb. penalti | SB pemerintah | Lelang kredit |
| Cina | 13% | Ya | Tidak ada | Instr. langsung |
| India | 15%, rata-rata | Ya | SB pemerintah | Penetapan sb, SLR, Fasilitas switching |
| c. Negara Transisi | | | | |
| Republik Czech | 8.5%, rata-rata | Ya | SB pemerintah, SB bank sentral | Kredit jangka pendek |
| Rusia | 1.5% - 20% | Tidak ada | SB pemerintah | Tidak ada |

Keterangan:

Repo: Pembelian kembali surat berharga oleh penerbitnya sebelum jatuh waktu

LOLR: Lender of last resort, yaitu salah satu fungsi bank sentral sebagai tumpuan akhir pada saat bank menghadapi kesulitan dana

SB pemerintah: Surat berharga pemerintah (T-bills)

SB bank sentral: Surat berharga bank sentral

SB pasar uang: Surat berharga pasar uang

SB swasta: Surat berharga swasta

CDs: Certificate of Deposits atau sertifikat deposito

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia

CETES: Surat berharga pemerintah, seperti T-bills yang diterbitkan oleh Kementerian Keuangan Meksiko.

BONOS: Bonds yang dikeluarkan oleh pemerintah Meksiko

MSBs: Monetary Stabilization Bonds yang diterbitkan oleh Bank of Korea (seperti SB bank sentral)

SLR: Statutory Liquidity Ratio (definisi lihat di sub-bab Instrumen Langsung dan Tabel 1)

FXW: Foreign exchange window. Di sini BOT mengadministrasikan exchange equalization fund (EEF) yang siap menjual dan membeli USD/Baht dengan nilai tukar yang telah diumumkan sebelumnya

FXO: Foreign Exchange Operation atau intervensi rupiah (definisi lihat sub-bab Instrumen Tidak Langsung dan Tabel 2)

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia

Instrumen-instrumen pengendalian moneter yang pernah dan masih digunakan di Indonesia sejak Indonesia merdeka terkait erat dengan perkembangan negara secara umum dan perkembangan struktur finansialnya. Pembahasan bagian terakhir ini akan menjelaskan secara kronologis perkembangan penggunaan instrumen-instrumen moneter di Indonesia sejak Indonesia merdeka sampai sekarang tanpa melihat keefektifan atau keberhasilan penggunaan instrumen atau kebijakan moneter yang diambil. Untuk mudahnya, pembahasan akan dibagi dalam periode-periode sebelum 1983 dan sesudah 1983. Tahun 1983 dipilih sebagai batas pembeda, yaitu saat Indonesia memasuki era baru deregulasi moneter dan perbankan sejak 1 Juni 1983 yang ditujukan untuk mempercepat perekonomian Indonesia.

Sebelum 1983

Sebelum tahun 1983 perkembangan perekonomian Indonesia dapat dibagi ke dalam dua periode yang berbeda, yaitu periode orde lama tahun 1945-1965 yang masih memprioritaskan untuk mempertahankan keutuhan dan kedaulatan negara dan tahun 1965-1983 yang mulai memprioritaskan pada pembangunan dan pertumbuhan ekonomi.

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

1. Periode 1945-1965

Periode ini mempunyai ciri kebijakan moneter longgar, yang berarti bank sentral (dalam hal ini Bank Indonesia), yang baru didirikan pada pertengahan tahun 1953, melakukan kebijakan ekspansi moneter dengan penambahan uang beredar, yang dilakukan dengan monetisasi atau pencetakan uang baru. Pencetakan uang baru dilakukan untuk menutup defisit anggaran belanja negara yang terus membengkak.

Sebelum tahun 1957, instrumen-instrumen pengendalian moneter Bank Indonesia berupa penetapan suku bunga, OPT (meskipun pasar uang masih bersifat sederhana), pagu kredit, dan kredit langsung. Sementara itu, instrumen pengendalian moneter yang dipakai setelah tahun 1957 itu pada umumnya ditujukan untuk mengendalikan atau mengurangi *money supply* yang berlebihan yang diakibatkan oleh kebijakan moneter longgar tersebut, dan pada umumnya hanya berlaku sebentar.

Tiga instrumen pertama, yaitu pengguntingan uang, pembersihan uang (*monetary purge*), dan penetapan uang muka impor ditujukan untuk mengendalikan dan/atau mengurangi uang beredar sedangkan instrumen terakhir yang diperkenalkan pada periode ini, yaitu cadangan primer (sebagai likuiditas minimum atau cadangan wajib minimum), dimaksudkan bukan untuk mengendalikan uang beredar melainkan sebagai alat *prudential instrument* untuk memastikan bahwa bank-bank mempunyai likuiditas yang cukup setiap saat nasabah melakukan penarikan simpanannya. Tabel 4 memberikan penjelasan secara umum.

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia

Tabel 4. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia Periode 1945-1965⁸

| Instrumen | Keterangan | Saat Pelaksanaan |
|--------------------------|---|---|
| 1. Penetapan suku bunga | Tingkat suku bunga simpanan dan pinjaman ditetapkan oleh bank sentral untuk mengendalikan harga | Sebelum tahun 1957, penetapan suku bunga fasilitas rediskonto, suku bunga maksimum |
| 2. Fasilitas rediskonto | Instrumen tidak langsung yang merupakan ketentuan bank sentral dalam menetapkan tingkat rediskonto surat-surat berharga yang diperbolehkan | Sebelum tahun 1957, penetapan suku bunga rediskonto terhadap promes atau surat-surat utang (jarang dilakukan) |
| 3. Operasi pasar terbuka | Instrumen tidak langsung yang merupakan kegiatan jual-beli surat-surat berharga oleh bank sentral dengan pelaku pasar baik di pasar primer maupun sekunder | <ul style="list-style-type: none"> - Sebelum tahun 1957, dilakukan oleh Bank Indonesia meskipun pasar uang yang sudah berjalan masih bersifat sederhana - Tahun 1970, diperkenalkan SBI sebagai instrumen operasional OPT untuk mendorong perkembangan pasar uang |
| 4. Pagu kredit | Pemberian kredit kepada sektor tertentu dibatasi untuk setiap bank sesuai dengan kriteria yang ditetapkan, yang dimaksudkan untuk mengendalikan jumlah kredit yang disalurkan dan, dengan kata lain, mengendalikan money supply | Sebelum tahun 1957, berlaku untuk bank-bank komersial langsung atau dihubungkan dengan besarnya kredit jumlah kekayaan tertentu. Pengendalian kredit juga berlaku sektoral (mana yang boleh diberi kredit) |
| 5. Kredit langsung | Kredit yang diberikan langsung oleh Bank Indonesia untuk mengembangkan sektor tertentu dengan subsidi | Sebelum tahun 1957 |

⁸ Kebijakan moneter penting lainnya yang terjadi dalam periode ini adalah devaluasi. Devaluasi bukan merupakan instrumen pengendalian moneter namun kebijakan ini secara tidak langsung akan mempengaruhi kebijakan moneter sesudahnya. Dalam periode ini devaluasi telah dilaksanakan pada:

- Maret 1946: kurs US\$1,00 diubah dari Rp1,88 rp menjadi Rp2,6525
- September 1949: kurs US\$1,00 menjadi Rp3,80
- Februari 1952: kurs US\$1,00 menjadi Rp11,40
- Agustus 1959: kurs US\$1,00 menjadi Rp45,00
- April 1964: kurs US\$1,00 menjadi Rp250,00

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

| Instrumen | Keterangan | Saat Pelaksanaan |
|---|---|---|
| 6. Pengguntingan uang | Uang kertas digunting menjadi dua bagian. Satu bagian sebagai alat pembayaran, bagian lain ditukar dengan surat berharga pemerintah, untuk mengendalikan uang beredar | 19 Maret 1950, penurunan nilai uang 50% untuk pecahan lima rupiah ke atas. Guntingan kiri berlaku sebagai alat pembayaran, guntingan kanan ditukar dengan obligasi negara dengan bunga 3% setahun |
| 7. Pembersihan uang (<i>monetary purge</i>) | Penurunan nilai mata uang ke nilai nominal lebih rendah, dimaksudkan untuk mengurangi uang beredar | <ul style="list-style-type: none"> - 6 Maret 1946, satu rupiah menjadi tiga sen - 23 Oktober 1949, seratus rupiah Jepang = satu rupiah ORI di luar Jawa dan Madura. Di Jawa dan Madura kurs penukaran 100 : 1 - 24 Agustus 1959, nilai uang diturunkan menjadi 10% untuk pecahan 1.000 dan 500 - 13 Desember 1965, nilai uang diturunkan 99%, 1.000 rupiah menjadi 1 rupiah |
| 8. Penetapan uang muka impor | Importir diwajibkan membayar 40% uang muka untuk pembelian valuta asing yang mereka perlukan, untuk mengendalikan <i>money supply</i> | Tahun 1952, diperkenalkan instrumen ini untuk mengendalikan <i>money supply</i> dari sisi impor |
| 9. Cadangan primer (cadangan wajib minimum) | Instrumen tidak langsung, merupakan ketentuan bank sentral yang mewajibkan bank-bank memelihara sejumlah alat likuid (seperti kas) sebesar persentase tertentu dari kewajiban lancarnya | Tahun 1957, diperkenalkan dengan tujuan bukan untuk alat mengontrol <i>money supply</i> |

2. Periode 1965-1983

Awal periode ini ditandai dengan kebijakan moneter ketat dengan program stabilisasi dan rehabilitasi ekonomi, terutama disebabkan oleh adanya mismanajemen dan hyperinflasi sebagai akibat kebijakan moneter longgar pada periode sebelumnya. Oleh karena itu, pengendalian stabilitas harga menjadi sasaran akhir utama kebijakan moneter yang diambil, disertai dengan pemeliharaan cadangan devisa yang cukup, rehabilitasi sistem perbankan, dan rekonstruksi sistem ekonomi. Sementara itu, di sisi kebijakan fiskal diterapkan anggaran belanja berimbang (*balanced budget policy*). Instrumen pengendalian moneter yang digunakan saat itu berupa

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia

instrumen-instrumen tidak langsung tradisional, seperti cadangan primer, yang dilengkapi dengan instrumen-instrumen langsung, seperti kredit langsung/likuiditas dan penetapan suku bunga. Namun, instrumen utamanya masih kredit likuiditas (langsung) dari Bank Indonesia. Instrumen lama yang masih digunakan adalah cadangan primer. Pada periode ini cadangan primer mulai dipergunakan sebagai instrumen moneter secara aktif sebagai pengendalian uang beredar dengan peningkatan cadangan primer menjadi 30% untuk meredam peningkatan jumlah uang beredar yang disebabkan oleh kenaikan harga minyak (*oil price shock/oil boom*) yang drastis.

Pada saat *oil boom* anggaran belanja menjadi surplus untuk pertama kalinya sedangkan NFA (*net foreign assets*) naik drastis, yang menjadi penyokong utama kenaikan uang primer. Oleh karena itu, setelah *oil boom*, kebijakan pengendalian moneter lebih diarahkan pada pengendalian peningkatan *money supply* atau uang primer.

Pengendalian moneter dengan instrumen tidak langsung akhirnya ditinggalkan pada tahun 1974 dan digantikan dengan instrumen langsung, seperti pagu kredit. Instrumen-instrumen yang digunakan saat itu antara lain pagu kredit, kredit likuiditas, dan penetapan suku bunga. Pagu kredit digunakan untuk mengendalikan ekspansi kredit di hampir sepanjang periode ini. Kredit likuiditas diberikan kepada sektor-sektor tertentu, seperti pertanian, industri, transportasi, dan jasa-jasa, seperti Badan Urusan Logistik (Bulog). Pengendalian suku bunga ditujukan untuk menjaga suku bunga riil tetap positif dan memobilisasi dana masyarakat. Suku bunga riil yang positif dapat menggairahkan mobilisasi dana masyarakat ke sistem perbankan, meningkatkan intermediasi keuangan, dan juga mempercepat tingkat monetisasi perekonomian Indonesia secara keseluruhan. Kebijakan penting lainnya yang diambil adalah devaluasi rupiah dan perubahan rezim nilai tukar dari sistem nilai tukar tetap (*fixed*) menjadi mengambang terkendali (*managed float*) pada tanggal 15 November 1978, yang lebih dikenal dengan KNOP-15.

Oil boom kedua melanda Indonesia pada tahun 1979/80 dengan meningkatnya harga minyak dua kali lipat. NFA kembali meningkat pesat yang menyebabkan peningkatan uang beredar. Dengan berkembangnya sektor keuangan, instrumen langsung menjadi kurang efektif. Ditambah

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

lagi, perkembangan sistem keuangan, perbankan, dan intermediasinya menjadi terhambat. Untuk mengatasi masalah-masalah ini pemerintah mengambil kebijakan yang cukup berani dalam rangka deregulasi sistem keuangan secara menyeluruh pada bulan Juni 1983.

Tabel 5 memberikan gambaran secara umum instrumen-instrumen pengendalian moneter yang digunakan pada periode ini.

**Tabel 5. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia
Periode 1965-1983⁹**

| Instrumen | Keterangan | Saat Pelaksanaan |
|---|---|--|
| 1. Cadangan Primer (Cadangan Wajib Minimum) | Instrumen tidak langsung, merupakan ketentuan bank sentral yang mewajibkan bank-bank memelihara sejumlah alat likuid (seperti kas) sebesar persentase tertentu dari kewajiban lancarnya | <ul style="list-style-type: none"> - Digunakan sejak periode sebelumnya - Tahun 1973/74, ditingkatkan menjadi 30% untuk meredam peningkatan <i>money supply</i> sebagai akibat <i>oil price shock</i> - Tahun 1977 Desember, pertama kali dalam sejarah perbankan, diturunkan menjadi 15% |
| 2. Kredit Langsung/ Likuiditas | Kredit yang diberikan langsung oleh Bank Indonesia untuk mengembangkan sektor tertentu dengan subsidi | <ul style="list-style-type: none"> - Digunakan sejak periode sebelumnya - Sejak 1968 pemerintah memberikan subsidi untuk kredit program pada sektor pertanian, industri, transportasi, dan jasa-jasa, seperti Bulog - Tahun 1973 akhir, KIK/ KMKP diperkenalkan sebagai tanda ditinggalkannya instrumen pengendalian moneter tidak langsung |

⁹ Kebijakan moneter penting lainnya pada periode ini antara lain ialah:

1. Perubahan sistem devisa 'ketat' menjadi 'bebas', yaitu jual-beli valuta asing yang sebelumnya diawasi ketat oleh bank sentral dilonggarkan/dibebaskan, dilaksanakan pada tahun 1970.
2. Perubahan sistem nilai tukar dari 'tetap' ke "mengambang terkendali", yaitu sistem nilai tukar tetap yang mengacu pada satu mata uang asing diubah menjadi sistem nilai tukar mengambang terkendali yang mengacu kepada sejumlah mata uang asing mitra dagang utama.
3. Devaluasi, dilaksanakan pada:
 - Desember 1970: kurs US\$1,00 diubah dari Rp250,00 menjadi Rp378,00
 - Agustus 1971: kurs US\$1,00 menjadi Rp415,00
 - November 1978: dengan KNOP-15, kurs US\$1,00 menjadi Rp625,00

Ketiga kebijakan moneter di atas bukan merupakan instrumen pengendalian moneter namun kebijakan-kebijakan ini secara tidak langsung akan mempengaruhi kebijakan moneter sesudahnya.

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia

| Instrumen | Keterangan | Saat Pelaksanaan |
|-------------------------|---|---|
| 3. Penetapan Suku Bunga | Tingkat suku bunga simpanan dan pinjaman ditetapkan oleh bank sentral untuk mengendalikan harga | <ul style="list-style-type: none"> - Digunakan sejak periode sebelumnya - Tahun 1966 Oktober, sebagai bagian dari program stabilisasi ekonomi, suku bunga resmi dinaikkan dari 26-63% menjadi 72-108% per tahun. Penalti untuk kredit yang jatuh waktu 50% di atas suku bunga normal, dan penalti <i>overdraft</i> 1% per hari - Tahun 1968, suku bunga deposito dinaikkan dari 30% ke 72% per tahun, untuk menggairahkan mobilisasi dana masyarakat melalui perbankan - Tahun 1971 diperkenalkan Tabanas dan Taska dengan suku bunga yang ditetapkan |
| 4. Pagu Kredit | Pemberian kredit kepada sektor tertentu dibatasi untuk setiap bank sesuai dengan kriteria yang ditetapkan, dimaksudkan untuk mengendalikan jumlah kredit yang disalurkan dan, dengan kata lain, mengendalikan <i>money supply</i> | <ul style="list-style-type: none"> - Digunakan sejak periode sebelumnya - April 1974, diperkenalkan sistem pagu kredit baru sebagai tanda ditinggalkannya instrumen tidak langsung dan kembali digunakannya instrumen langsung |

Sesudah 1983

Sesudah tahun 1983, perkembangan perekonomian Indonesia dapat dibagi ke dalam dua periode yang berbeda, yaitu periode 1983-1987 yang ditandai dengan deregulasi sistem keuangan dan perbankan sejak 1 Juni 1983 sampai saat terjadinya krisis keuangan dan perbankan pada pertengahan 1997 dan periode pasca 1997 yang sarat dengan program pemulihan sistem keuangan dan perbankan.

1. Periode 1983-1997

Dengan adanya *oil boom* kedua pada tahun 1979/80 dan kemudian resesi yang melanda dunia pada awal 1980, pemerintah mengambil langkah berani dengan memulai deregulasi di sektor moneter dan perbankan dengan

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

Paket Kebijakan 1 Juni 1983. Era ini ditandai dengan kembalinya pengendalian moneter dengan menggunakan instrumen-instrumen tidak langsung dengan *anchor* nilai tukar. Instrumen-instrumen langsung yang dianggap menghambat perkembangan sistem keuangan dihilangkan, seperti:

1. Kebebasan penentuan suku bunga simpanan dan pinjaman
2. Menghilangkan sistem pagu kredit
3. Pengurangan secara berangsur-angsur kredit langsung (pemberian kredit likuiditas Bank Indonesia)

Instrumen-instrumen tidak langsung mulai diperkenalkan, antara lain:

1. Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sebagai instrumen operasional OPT diperkenalkan pada Februari 1984. SBI ini berbeda dengan SBI yang pernah diterbitkan pada tahun 1970 yang digantikan dengan Sertifikat Deposito.
2. Fasilitas diskonto yang dapat digunakan oleh bank-bank sebagai alternatif dalam pengendalian likuiditasnya disediakan sejak Februari 1984.
3. Surat Berharga Pasar Uang (SBPU) sebagai instrumen operasional OPT pada Februari 1985.

SBI ditujukan sebagai instrumen kontraksi apabila situasi moneter dinilai terlalu ekspansif sedangkan SBPU ditujukan sebagai instrumen ekspansi apabila situasi moneter dinilai terlalu kontraktif. Sementara itu, cadangan primer masih dipergunakan sebagai salah satu instrumen tidak langsung pengendalian moneter.

Pada pertengahan 1980 harga minyak bumi merosot dari puncaknya yang pernah mencapai US\$35 per barrel menjadi di bawah US\$10 per barrel. Sebagai akibatnya, neraca pembayaran Indonesia memburuk. Devaluasi dilakukan pada September 1986 untuk memperbaikinya dan terutama untuk memelihara cadangan devisa di masa depan. Untuk mencegah spekulasi, selain menaikkan suku bunga SBI dan menurunkan pagu SBPU secara bertahap, pemerintah melakukan kebijakan yang terkenal dengan “Gebrakan Sumarlin I” pada tanggal 22 Juni 1987, yaitu pemerintah dan Bank Indonesia memerintahkan kepada beberapa BUMN

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia

besar, seperti PN Taspen, PLN, PT Pusri, dan Pertamina, untuk menarik giro dan deposito mereka di bank-bank pemerintah untuk membeli SBI.

Sebagai lanjutan deregulasi di bidang moneter, keuangan, dan perbankan dikeluarkanlah Paket Kebijakan 27 Oktober 1988 yang lebih dikenal dengan Pakto dengan tujuan untuk meningkatkan penerahan dana masyarakat, ekspor nonmigas, efisiensi lembaga keuangan dan perbankan, dan menciptakan iklim pengembangan pasar modal. Hal-hal yang berhubungan dengan pengendalian moneter antara lain:

1. Penyempurnaan mekanisme *swaps* dari maksimum 6 bulan menjadi 3 tahun
2. Penurunan cadangan primer bank-bank dari 15% menjadi 2%

Pada Paket Kebijakan 29 Januari 1990 Bank Indonesia melakukan penghapusan pemberian kredit langsung, kecuali untuk mendukung swasembada pangan, pengembangan koperasi, dan peningkatan investasi.

“Gebrakan Sumarlin II” dilakukan pada tanggal 27 Februari 1991 sebagai tindakan preventif untuk mencegah terjadinya spekulasi devisa dan mengurangi inflasi. Kebijakan moneter yang diambil saat itu adalah kebijakan moneter ketat, yang berlangsung sejak April 1990 karena permintaan kredit terus meningkat meskipun suku bunga cukup tinggi (*overheated*). Kebijakan moneter ketat ini berangsur-angsur dilonggarkan mulai 1993 yang mengakibatkan kenaikan inflasi pada tahun berikutnya.

Tantangan di tahun 1994 bagi sektor moneter adalah tetap rendahnya tingkat suku bunga yang mengakibatkan pelarian modal ke luar negeri (*capital outflow*) sehingga Bank Indonesia kembali menerapkan kebijakan moneter ketat dengan menaikkan suku bunga SBI.

Pada tahun 1995-1996 terjadi permintaan yang kuat akan investasi domestik yang memerlukan tambahan likuiditas, yang cukup menarik untuk terjadinya *capital inflow*, penambahan uang beredar, dan akhirnya apresiasi rupiah. OPT menjadi andalan utama ditambah dengan penaikan Giro Wajib Minimum, yang secara umum biasa disebut cadangan primer, dari 2% menjadi 3%. Keadaan ini tidak berubah banyak sampai terjadinya krisis keuangan dan perbankan sejak pertengahan 1997.

Tabel 6 memberikan gambaran secara umum instrumen-instrumen pengendalian moneter yang digunakan pada periode ini.

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

**Tabel 6. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia
Periode 1983-1997¹⁰**

| Instrumen | Keterangan | Saat Pelaksanaan |
|---|--|---|
| 1. Cadangan Primer (Cadangan Wajib Minimum) | Instrumen tidak langsung, merupakan ketentuan bank sentral yang mewajibkan bank-bank memelihara sejumlah alat likuid (seperti kas) sebesar persentase tertentu dari kewajiban lancarnya | <ul style="list-style-type: none"> - Digunakan sejak periode sebelumnya - Tahun 1988 Oktober, diturunkan dari 15% menjadi 2% untuk mendorong efisiensi penyaluran dana masyarakat - Tahun 1996 Februari, dinaikkan dari 2% menjadi 3% - Tahun 1997 April, dinaikkan lagi menjadi 5% |
| 2. Pengurangan/ Penghapusan Kredit Langsung/ Likuiditas | Kredit yang diberikan langsung oleh Bank Indonesia untuk mengembangkan sektor tertentu dengan subsidi | <ul style="list-style-type: none"> - Oktober 1988, berangsur-angsur dikurangi - Januari 1990, dihapuskan kecuali untuk swasembada pangan, pengembangan koperasi, dan peningkatan investasi |
| 3. Fasilitas Diskonto | Instrumen tidak langsung yang merupakan ketentuan bank sentral dalam menetapkan tingkat diskonto surat berharga bank sentral atau pinjaman (dan/atau simpanan) bank sentral kepada bank-bank | <ul style="list-style-type: none"> - Oktober 1988, diperkenalkan. Diskonto I untuk jangka pendek (3 hari), Diskonto II untuk jangka lebih panjang (60 hari) |
| 4. Fasilitas Rediskonto | Instrumen tidak langsung yang merupakan ketentuan bank sentral dalam menetapkan tingkat rediskonto surat-surat berharga yang diperbolehkan. | <ul style="list-style-type: none"> - Pernah digunakan pada periode sebelumnya - Tahun 1993, ketentuan tingkat rediskonto wesel ekspor berjangka ditetapkan sama dengan SIBOR |
| 5. Operasi Pasar Terbuka | Instrumen tidak langsung yang merupakan kegiatan jual beli surat-surat berharga oleh bank sentral dengan pelaku pasar baik di pasar primer maupun sekunder | <ul style="list-style-type: none"> - Pernah digunakan pada periode sebelumnya - Juni 1983, diperkenalkan kembali sebagai instrumen tidak langsung utama pengendalian moneter. SBI dan SBPU dipergunakan sebagai instrumen operasionalnya |

¹⁰ Kebijakan moneter penting lainnya yang terjadi dalam periode ini adalah devaluasi. Devaluasi bukan merupakan instrumen pengendalian moneter namun kebijakan ini secara tidak langsung akan mempengaruhi kebijakan moneter sesudahnya. Dalam periode ini devaluasi dilaksanakan pada:

- Maret 1983: kurs US\$1,00 diubah dari Rp702,50 menjadi Rp970,00
- September 1986: kurs US\$1,00 diubah lagi dari Rp1.134,00 menjadi Rp1.644,00

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia

| Instrumen | Keterangan | Saat Pelaksanaan |
|--|--|--|
| 6. Operasi Valuta Asing | Merupakan salah satu instrumen tidak langsung yang dapat digunakan dalam OPT, yaitu bank sentral melakukan jual-beli valuta asing di pasar valuta asing untuk mempengaruhi jumlah uang beredar dan nilai tukar | Digunakan sampai sekarang sebagai instrumen operasional OPT |
| 7. Imbauan | Bank sentral mengimbau perbankan untuk melakukan tindakan tertentu yang diinginkan | Tahun 1992, BI mengimbau bank-bank pemerintah untuk berinisiatif menurunkan suku bunga simpanan dan pinjaman |
| 8. Simpanan Sektor Pemerintah Pusat/ BUMN | Merupakan instrumen tidak langsung: bank sentral dan/atau pemerintah merealokasi simpanan pemerintah yang berada di bank sentral dan di bank-bank pelaksana/umum | <ul style="list-style-type: none"> - Juni 1987 (Gebrakan Sumarlin I), pemerintah dan Bank Indonesia memerintahkan kepada beberapa BUMN besar, seperti PN Taspen, PLN, PT Pusri, dan Pertamina, untuk menarik giro dan deposito mereka di bank-bank pemerintah sekitar Rp1,3 triliun untuk membeli SBI, untuk mencegah berlanjutnya pelarian modal ke luar negeri - Februari 1991 (Gebrakan Sumarlin II), pemerintah mewajibkan 12 BUMN untuk mengalihkan deposito mereka dari bank-bank sekitar Rp8 triliun kepada SBI, untuk mencegah spekulasi devisa dan menurunkan inflasi |
| 9. Kebijakan Kredit Selektif (Selective Credit Policy) | Pengaturan sektor dan jumlah kredit yang boleh disalurkan oleh bank dalam rangka <i>prudential banking</i> atau kehati-hatian dalam penyaluran kredit, dan dapat juga digunakan untuk mengendalikan uang beredar | Tahun 1995, kredit untuk sektor properti dibatasi dengan pertumbuhan tidak melebihi pertumbuhan total kredit |

2. Periode Pasca 1997

Pada masa krisis keuangan dan perbankan yang melanda Asia Tenggara sejak 2 Juli 1997 kebijakan moneter yang diambil oleh Bank Indonesia dalam rangka pemulihan adalah kontraksi moneter. Instrumen-instrumen yang digunakan pada umumnya sama dengan periode sebelumnya, hanya

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

yang aktif digunakan adalah instrumen-instrumen kontraksi. Instrumen utama yang digunakan adalah GWM, Fasilitas Diskonto, OPT, dan Intervensi Rupiah (IR), ditambah dengan Intervensi Valuta Asing. Namun, yang digunakan sebagai tulang punggung (instrumen utama) adalah OPT dan IR.

Intervensi Rupiah merupakan instrumen tidak langsung yang sejajar dengan instrumen operasi OPT yang baru diperkenalkan pada tahun 1998. Cara kerjanya adalah melalui kegiatan pinjam-meminjam dana yang dilakukan Bank Indonesia secara langsung di pasar uang antarbank (PUAB) dengan jangka waktu *overnight* s.d. 7 hari. Tujuan diperkenalkannya instrumen ini adalah untuk mem-*fine-tuning* sasaran kuantitas yang belum tercapai melalui lelang SBI. Fungsi lain IR adalah sebagai sinyal arah pergerakan suku bunga.

Instrumen lain yang diperkenalkan pasca 1997 adalah Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI). Instrumen ini diterbitkan oleh Bank Indonesia dengan tujuan awal sebagai fasilitas penempatan bagi bank-bank syariah namun tidak menutup kemungkinan di masa mendatang dapat pula dipergunakan sebagai salah satu instrumen operasional OPT. Pelaksanaannya tidak dilakukan melalui lelang melainkan dengan membuka *window* sehingga mempunyai kemiripan dengan fasilitas simpanan bank sentral.

Kontraksi moneter sampai saat ini masih dilakukan mengingat sampai saat ini fungsi perbankan sebagai lembaga intermediasi masih belum pulih, perbankan masih belum dapat menyalurkan dananya ke kredit, sehingga SBI dan IR menjadi pilihan utama penempatan dana yang pada gilirannya akan cenderung meningkatkan beban Bank Indonesia.

Tabel 7 memberikan gambaran secara umum instrumen-instrumen pengendalian moneter yang ditambahkan pada periode ini.

Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia

**Tabel 7. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter di Indonesia
Periode Pasca 1997 yang Ditambahkan¹¹**

| Instrumen | Keterangan | Saat Pelaksanaan |
|--|--|---|
| 1. Intervensi Rupiah (Fasilitas Simpanan Bank Sentral) | Merupakan instrumen tidak langsung yang sejajar dengan instrumen operasi OPT yang cara kerjanya adalah melalui kegiatan pinjam-meminjam dana yang dilakukan Bank Indonesia secara langsung di pasar uang antarbank (PUAB) dengan jangka waktu <i>overnight</i> s.d. 7 hari. Tujuan diperkenalkannya instrumen ini adalah untuk mem- <i>fine-tuning</i> sasaran kuantitas yang belum tercapai melalui lelang SBI. Fungsi lain IR adalah sebagai sinyal arah pergerakan suku bunga | Tahun 1998, diperkenalkan sebagai instrumen <i>fine-tuning</i> untuk membantu OPT |
| 2. Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI) *) | Instrumen yang diterbitkan Bank Indonesia yang pada awalnya ditujukan sebagai fasilitas penempatan bagi bank-bank syariah namun tidak menutup kemungkinan di masa datang dapat pula digunakan sebagai salah satu instrumen operasional OPT. Pelaksanaannya tidak dilakukan melalui lelang melainkan dengan membuka <i>window</i> sehingga mempunyai kemiripan dengan fasilitas simpanan bank sentral | Instrumen ini saat ini masih digunakan hanya sebagai penempatan bagi bank-bank syariah. Imbalannya diberi nama “bonus” sebesar imbalan PUAS (Pasar Uang Antarbank Syariah) atau investasi (deposito) mudharabah |

¹¹ Kebijakan moneter penting lainnya pada periode ini antara lain ialah:

1. Perubahan sistem nilai tukar dari ‘mengambang terkendali’ ke “mengambang penuh”, yaitu sistem nilai tukar mengambang terkendali yang mengacu kepada sejumlah mata uang asing mitra dagang utama ditinggalkan dan nilai tukar dibebaskan mengambang penuh sesuai dengan keadaan pasar, dilaksanakan pada Agustus 1997.
2. Fasilitas Likuiditas Intra-hari (FLI). Dengan diterapkannya RTGS (*real time gross settlements*), untuk mengatasi *grid-lock* (berhentinya proses karena suatu bank kekurangan dana), bank diberi fasilitas FLI tanpa dikenakan bunga namun tetap dengan jaminan (SBI atau SB yang lain). Apabila pada akhir hari bank tetap mengalami kekurangan dana, bank tersebut harus memanfaatkan fasilitas lain, seperti fasilitas pinjaman jangka panjang/FPJP atau fasilitas diskonto yang berjangka \geq *overnight*. FLI disediakan sejak diterapkannya RTGS pada tahun 2000. Kedua kebijakan moneter di atas bukan merupakan instrumen pengendalian moneter namun kebijakan-kebijakan tersebut secara tidak langsung akan mempengaruhi kebijakan moneter sesudahnya.

Boks:
Prosedur Lelang SBI¹²

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah surat berharga jangka pendek (1-12 bulan) dengan sistem diskonto yang diterbitkan Bank Indonesia dalam bentuk surat pengakuan utang dalam satuan unit Rp.1.000.000,00 (satu juta rupiah). Saat ini, sesuai dengan ketentuan baru (SE No.4/20/DPM) SBI diterbitkan tanpa warkat (*scripless*) dan ditatausahakan melalui *Central Registry* yang dikelola oleh Bank Indonesia-Sistem Penatausahaan SBI (BI-SPS). Seperti disampaikan sebelumnya, SBI diperkenalkan pada bulan Februari 1984 untuk dipergunakan dalam OPT yang digunakan kembali sebagai instrumen tidak langsung pengendalian moneter sejak Deregulasi 1 Juni 1983. Oleh karena itu, SBI dapat diperdagangkan baik di pasar primer maupun sekunder. Penjualan di pasar primer dilakukan melalui lelang mingguan setiap hari Rabu yang didahului dengan pengumuman mengenai sasaran indikatif sehari sebelumnya. Penjualan di pasar sekunder dapat dilakukan kapan saja sebelum jatuh waktunya.

Sistem penawaran SBI yang dilakukan oleh Bank Indonesia saat ini menggunakan sarana *Automatic Bidding System* (ABS) dengan sistem lelang yang berdasarkan target kuantitas dengan memperhatikan tingkat suku bunga/diskonto yang terjadi. ABS adalah sistem penawaran dana dan surat berharga dari bank atau pialang dalam rangka OPT secara on-line dan real time. Sistem lelang dengan target kuantitas akan menghasilkan stop-out rate (SOR), yaitu tingkat diskonto tertinggi yang dihasilkan dari lelang ini yang dimenangkan oleh peserta setelah target kuantitas yang diinginkan terpenuhi. Target indikatif kuantitas diumumkan sehari sebelum lelang. Sistem lelang lain yang pernah digunakan oleh Bank Indonesia adalah sistem lelang dengan target harga dimana tingkat diskonto tertinggi yang dihasilkan dari

¹² Sumber: Dimodifikasi dari Yura A. Djalins. Operasi Pasar Terbuka di Indonesia, draft Juli 2002. Bagian Pengembangan Pasar Uang, Direktorat Pengelolaan Moneter, Bank Indonesia, sesuai dengan SE No.4/20/DPM Perihal Tata Cara Penerbitan, Perdagangan dan Penatausahaan Sertifikat Bank Indonesia, tanggal 18 Nopember 2002.

lelang, yang disebut *cut-out rate* (COR), yang dimenangkan peserta, setelah target harga atau suku bunga yang diinginkan terpenuhi. Target indikatif suku bunga tidak diumumkan sebelumnya.

Peserta lelang terdiri dari peserta langsung dan tidak langsung. Peserta langsung terdiri dari bank, atas nama bank sendiri atau atas nama bank lain, dan pialang pasar uang, atas nama bank, yang memiliki sarana ABS. Peserta tidak langsung terdiri dari bank yang tidak memiliki sarana ABS. Pada hari lelang peserta langsung dapat mengajukan penawaran yang terdiri dari nominal dan diskonto yang diinginkan antara pukul 10.00-14.00 WIB, melalui sarana ABS ke Bagian Operasi Pasar Uang (OPU). Peserta tidak langsung dapat mengajukan penawarannya melalui peserta langsung.

Jumlah penawaran yang dapat diajukan perbankan minimum 1.000 (seribu) unit atau Rp.1.000.000.000,00 (satu miliar rupiah), dan selebihnya dengan kelipatan 100 (seratus) unit atau Rp.100.000.000,00 (seratus juta rupiah). Tingkat diskonto yang diajukan harus dalam kelipatan 6,5 *basis point* atau 0,0625% untuk semua peserta.

Sesuai dengan sistem SOR, pemenangnya ditentukan berdasarkan kuantitas yang masuk. Pengumuman pemenang lelang dilakukan melalui sarana ABS, Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU) atau sarana lainnya pada hari pelaksanaan lelang selambat-lambatnya pukul 16.30 WIB. Apabila jumlah seluruh penawaran yang masuk melebihi sasaran kuantitas, Bank Indonesia harus mengambil pemenang dimulai dari yang mengajukan tingkat diskonto terendah sampai dengan jumlah kumulatif penawaran mencapai sasaran tersebut. Apabila jumlah penawaran lebih rendah daripada sasaran kuantitas maka Bank Indonesia harus mengambil seluruhnya.

Dengan sistem SOR, pemenangnya adalah peserta yang mengajukan penawaran di bawah atau sama dengan SOR. Apabila tidak semua penawaran pada SOR memenangkan lelang maka, sesuai dengan metoda penghitungan *multiple price (American procedure)* yang dianut:

INSTRUMEN-INSTRUMEN PENGENDALIAN MONETER

1. Peserta yang mengajukan penawaran pada tingkat diskonto di bawah SOR akan memenangkan lelang sebesar 100% dari nominal yang mereka ajukan, dengan mendapat tingkat diskonto sesuai yang mereka ajukan, dan
2. Peserta yang mengajukan penawaran pada tingkat diskonto sesuai SOR akan memenangkan lelang secara proporsional sesuai dengan penawaran nominal yang diajukannya, dengan mendapat tingkat diskonto SOR.

Metoda penghitungan lain yang juga umum digunakan adalah metoda *uniform price (Dutch method)*, yaitu setiap pemenang lelang memperoleh tingkat diskonto yang sama. Rata-rata tertimbang (rrt) diskonto hasil lelang dapat dihitung dengan memasukkan jumlah penawaran peserta sebagai bobot.

Pada saat penyelesaian transaksi (*settlement*) pemenang lelang hanya menyetor sebesar *nilai tunai*, yaitu sejumlah nominal yang dimenangkan dikurangi diskontonya, dan pada saat SBI jatuh waktu pemenang akan memperoleh dana sebesar nominal yang dimenangkan. Dengan sistem ABS, penyelesaian transaksi dilakukan dengan mendebet sebesar nilai nominal SBI dan kemudian mengkredit sebesar nilai diskonto SBI pada rekening giro bank pembeli SBI melalui sistem Bank Indonesia *Real Time Gross Settlements (BI-RTGS)*. Pencatatan kepemilikan dilakukan dengan menggunakan sistem pencatatan kepemilikan surat berharga *Book Entry Registry (BER)*..

Dengan sistem ABS yang scripless, tanda bukti kepemilikan SBI tidak lagi dalam bentuk fisik warkat SBI melainkan cukup tercatat dalam BI-SPS yang juga berfungsi untuk mengurangi risiko pencurian atau pemalsuan.

Sebagai tambahan, bank yang membutuhkan tambahan likuiditas dapat menjual kembali SBI yang belum jatuh waktu (sekurang-kurangnya empat hari) kepada Bank Indonesia secara *repo*. Jumlah yang dapat di-*repo*-kan maksimum 25% dari rata-rata jumlah yang dimenangkan bank yang bersangkutan dalam tiga lelang SBI terakhir yang diselenggarakan Bank Indonesia, dengan jangka waktu *overnight*.

Tingkat diskonto BI *repo* adalah rata-rata tertimbang suku bunga PUAB *overnight* pagi hari pada satu hari kerja sebelum transaksi ditambah 200 (dua ratus) *basis points*; atau rata-rata tertimbang tingkat diskonto SBI jangka waktu satu bulan pada lelang terakhir ditambah 200 (dua ratus) *basis points*.

Daftar Pustaka

- Alexander, William E., Tomas J.T. Balino, and Charles Enoch. *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*, IMF Occasional Paper No.126, Washington: International Monetary Fund, 1995.
- Axilrod, Stephen H. Transformation of Markets and Policy Instruments for Open Market Operations, IMF Working Paper No. WP/95/146, Washington: International Monetary Fund, December, 1995
- Bank Indonesia. *Kumpulan Materi Pengajaran Interen*, beberapa penerbitan.
- Bank Indonesia. *Laporan Tahunan Bank Indonesia*, beberapa tahun penerbitan.
- Bagian Moneter, Urusan Ekonomi dan Statistik, Bank Indonesia. *Teori dan Kebijakan Moneter*, Bahan Kuliah Diklat Lanjutan Angkatan XI, 1993.
- Bank for International Settlements *Monetary Policy Operating Procedures in Emerging Market Economies*, BIS Policy Papers, No. 5 – March 1999, Monetary and Economic Department, Bank For International Settlements, Basle, Switzerland, 1999.
- Blinder, Alan S. *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, Cambridge, MA, 2000.
- Borio, Claudio E.V. *The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey*, BIS Economic Papers, No. 47 – July 1997, Monetary and Economic Department, Bank For International Settlements, Basle, Switzerland, 1997.
- Budiono. *Ekonomi Moneter*, edisi 3, Seri Sinopsis Pengantar Ekonomi No.5, Yogyakarta: BPFE, 1994.
- Djalins, Yura A. *Operasi Pasar Terbuka di Indonesia*, draft, Juli, 2002.

Gray, Simon, Glenn Hoggarth, and Joanna Place. *Introduction to Monetary Operations*, revised, 2nd edition, Handbook in Central Banking No.10, Centre for Central Banking Studies Bank of England, 2000.

Haryono Erwin, Wahyu A. Nugroho, dan Wahyu Pratomo. “Mekanisme Pengendalian Moneter dengan Inflasi Sebagai Sasaran Tunggal,” dalam *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, vol.2, no.4, pp.68-122, Maret, 2000.

LP3ES. *Bank Indonesia Dalam Kilasan Sejarah Bangsa*, PT Pustaka LP3ES, Jakarta, Agustus, 1995.

Urusan Hukum, Bank Indonesia. Undang-undang Republik Indonesia Nomor 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, Bank Indonesia, Jakarta, 1999.