



Munich Personal RePEc Archive

Improving Credibility of Monetary Policy through A New Policy Rate

Mansur, Alfian and Syaifullah, Syaifullah

Fiscal Policy Agency, Ministry of Finance of the Republic of Indonesia, Fiscal Policy Agency, Ministry of Finance of the Republic of Indonesia

14 June 2016

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/93938/>

MPRA Paper No. 93938, posted 17 May 2019 09:14 UTC

Membangun Kredibilitas Kebijakan Moneter Melalui Suku Bunga Acuan Baru*

Alfan Mansur dan Syaifullah

Pusat Kebijakan Sektor Keuangan

Badan Kebijakan Fiskal

Kementerian Keuangan

Jl. Dr. Wahidin. 1, 10710 Jakarta, Indonesia

alfan.mansur@gmail.com; syaifullahmof@gmail.com

Abstract. Per Agustus 2016 mendatang, suku bunga acuan kebijakan moneter akan berganti menjadi *BI 7-day (Reverse) Repo Rate*, menggantikan *BI rate* yang dianggap tidak lagi efektif mempengaruhi suku bunga pasar uang. Tulisan ini bertujuan untuk menguji efektifitas *BI rate* selama ini dan juga mengukur kemampuan *BI 7-day (Reverse) Repo Rate* dalam mempengaruhi baik suku bunga pasar uang, suku bunga perbankan, maupun suku bunga lainnya yang mengacu ke *BI rate*. Kerangka model yang digunakan dalam tulisan ini adalah *Structural Vector Autoregression (SVAR)* dan *Vector Error Correction Model (VECM)*. Hasil empiris menunjukkan bahwa walaupun *BI rate* tidak lagi efektif mempengaruhi suku bunga pasar uang, *BI rate* masih memiliki pengaruh yang signifikan terhadap suku bunga simpanan dan suku bunga pinjaman serta suku bunga LPS. Berbeda dengan *BI rate*, *BI 7-day (Reverse) Repo Rate* mampu mempengaruhi suku bunga pasar uang antarbank secara signifikan. Selain itu, suku bunga pasar uang antarbank dengan tenor yang lebih pendek secara signifikan mempengaruhi suku bunga dengan tenor lebih panjang, sehingga kedalaman pasar uang menjadi penting untuk memastikan transmisi kebijakan moneter berjalan lancar.

Keywords: *BI rate*, *BI 7-day (Reverse) Repo Rate*, suku bunga, pasar uang antarbank

* Telah terbit di dalam Bunga Rampai PKSK dengan Judul: "Akselerasi dan Inklusivitas Sektor Keuangan: Jalan Menuju Kesejahteraan Rakyat"; Cetakan I, November 2016; Diterbitkan oleh: PT Nagakusuma Media Kreatif Jakarta Timur 13630

1 Pendahuluan

Pada pada hari Jumat tanggal 15 April 2016, Bank Indonesia melalui siaran persnya no. 18/29/DKom mengumumkan perubahan kebijakan suku bunga acuan-nya dari *BI rate* menjadi BI 7-day (Reverse) Repo Rate yang akan berlaku secara efektif sejak 19 Agustus 2016. Selama masa transisi tersebut, BI masih akan menggunakan *BI rate* sebagai suku bunga acuan. Pada saat implementasi suku bunga kebijakan yang baru tersebut, BI akan menjaga koridor suku bunga yang simetris dan lebih sempit dari 250 bps menjadi 75 bps dengan deposit facility rate (*DF rate*) sebagai batas bawah dan lending facility rate (*LF rate*) sebagai batas atas.

Dikutip dari siaran pers BI tersebut, langkah penguatan kerangka operasi moneter ini memiliki tiga tujuan utama, yaitu penguatan sinyal kebijakan moneter, peningkatan efektivitas transmisi kebijakan moneter dalam pergerakan suku bunga pasar uang dan suku bunga perbankan, dan mendorong pendalaman pasar keuangan. Langkah-langkah yang ditempuh BI untuk pendalaman pasar uang antara lain dapat dilakukan melalui penguatan peran suku bunga Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR), percepatan transaksi repo melalui General Master Repo Agreement (GMRA), dan pengurangan segmentasi di pasar uang.

Walaupun akan ada instrumen kebijakan moneter yang baru, BI menegaskan bahwa sikap (*stance*) kebijakan moneter mereka tidak berubah dengan tetap konsisten mengikuti *Inflation Targeting Framework* (ITF) dan menjaga stabilitas makro seperti yang diamanatkan oleh UU No. 3 tahun 2004 tentang Bank Indonesia.

Namun, untuk menghindari respon negatif dari pelaku pasar ketika diimplementasikan, pada masa transisi ini, BI seharusnya dapat mengkomunikasikan kebijakan ini dengan baik agar pelaku pasar dapat merespon perubahan kebijakan ini secara gradual. Hal ini didasari oleh fakta bahwa meskipun BI menyatakan tidak ada perubahan *stance* kebijakan, tetapi ketika perubahan tersebut diimplementasikan akan terjadi penurunan suku bunga acuan sebesar 125 bps dari 6.75% (*BI rate*) menjadi 5.5% (BI 7 day repo) yang tentunya akan merubah batas koridor atas dan bawah dari suku bunga acuan baru yang akan dijaga secara simetris. Sebagai contoh, besaran batas atas saat ini yang berada di level 7.25% akan diturunkan secara signifikan mengikuti perubahan instrumen moneter yang baru.

Meskipun demikian, kebijakan moneter BI yang longgar ini perlu diapresiasi mengingat sudah sejak lama pemerintah mengharapkan penurunan suku bunga acuan yang diharapkan dapat mendorong akses pembiayaan usaha melalui penurunan suku bunga kredit sehingga dapat mendorong pertumbuhan ekonomi nasional.

Namun, hal ini juga perlu dicermati secara hati-hati mengingat kebijakan penurunan bunga yang cukup signifikan dapat mengancam profitabilitas perbankan seiring turunnya suku bunga perbankan. Di sisi lain, penyesuaian suku bunga lainnya yang mengacu pada *BI rate* juga menjadi tantangan lain, seperti suku bunga DPK di atas 2M yang ditetapkan oleh OJK sebesar maksimum 75 bps di atas *BI rate* yang saat ini berada di kisaran 7,75%. Struktur tulisan ini selanjutnya terdiri dari perkembangan kebijakan moneter Bank Indonesia pada bagian 2, metodologi dan data pada bagian 3, hasil dan diskusi pada bagian 4, dan penutup pada bagian 5.

2 Perkembangan kebijakan moneter Bank Indonesia

2.1 *Quantity targeting*

Sebelum 2005, dalam upaya untuk menjaga stabilitas harga dan likuiditas di pasar, BI menggunakan kerangka kebijakan moneter dengan acuan pada target jumlah uang beredar yang meliputi uang beredar dalam arti sempit (M1), uang beredar dalam arti luas (M2), dan jumlah agregat kredit dengan mengendalikan *base money* (M0) sebagai target operasi pasar (Afandi, 2005; Arndt, 1979). Pada saat itu, instrumen kebijakan yang digunakan terutama untuk menyerap kelebihan likuiditas yang ada di pasar adalah melalui SBI dengan mekanisme lelang mingguan. Pada umumnya, kerangka kebijakan moneter dengan target jumlah uang beredar lazim digunakan oleh negara-negara yang pasar uangnya belum berkembang atau belum efisien.

Pada tahun 1999, BI memperkenalkan standing deposit facility rate atau yang dikenal dengan FASBI sebagai batas bawah suku bunga pinjaman antarbank. Pergerakan suku bunga antarbank kemudian relatif berada di antara FASBI dan SBI 1 bulan yang menjadi sasaran operasional kebijakan moneter BI (lihat gambar di bawah). Namun, sejak pertengahan 2002, pergerakan suku bunga antarbank tersebut berada di bawah FASBI. Hal ini menunjukkan bahwa transmisi kebijakan moneter dengan target jumlah uang beredar tidak lagi berjalan efektif.

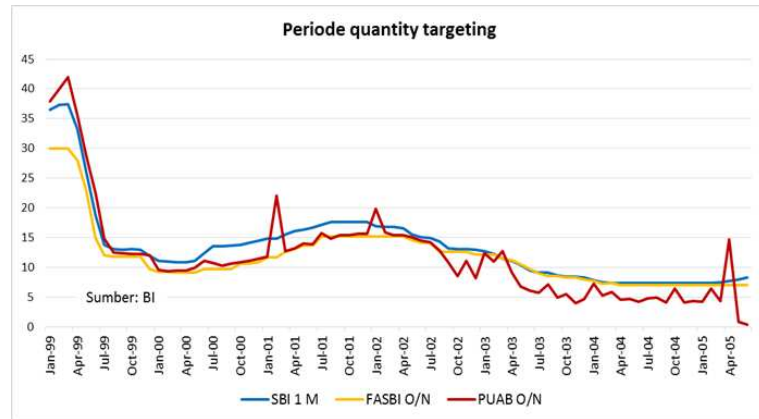


Fig. 1. Periode *quantity targeting*

2.2 *Inflation targeting*

Sejak *Inflation Targeting Framework* (ITF) diperkenalkan oleh Selandia Baru, bank sentral di banyak negara telah mengikuti mengadopsi kerangka kebijakan moneter tersebut dengan harapan kerangka tersebut akan mampu mengatasi masalah *time incoconsistency*, meningkatkan akuntabilitas dan kredibilitas bank sentral, dan pada akhirnya dapat mempengaruhi ekspektasi masyarakat untuk inflasi jangka panjang (Wimanda, 2012). Sejalan dengan hal itu, sejak Juli 2005 BI mengubah kerangka kebijakan moneternya menjadi *Inflation Targeting Framework* (ITF) dengan menetapkan besaran inflasi sebagai target dan memperkenalkan suku bunga acuan (*BI rate*) sebagai instrumen kebijakan untuk mempengaruhi suku bunga antarbank. Melalui ITF, BI berharap dapat mengirimkan sinyal yang lebih jelas ke pasar terkait *stance* kebijakan moneter mereka, sehingga kemudian dapat mempengaruhi ekspektasi pasar. Selain *BI rate*, BI juga menetapkan koridor batas atas dan bawah, yaitu *lending facility rate (LF rate)* sebagai batas atas dan *deposit facility rate (DF rate)* sebagai batas bawah. Idealnya, pergerakan suku bunga antarbank berada di kisaran *BI rate* dengan selisih yang tidak terlalu lebar antara batas atas dan batas bawah dan kondisi ideal tersebut tercapai mulai Mei 2008 seiring perubahan sasaran operasional kebijakan moneter dari SBI 1 bulan menjadi PUAB O/N. Sebelumnya, di luar periode krisis mini pada tahun 2005 dan krisis keuangan global 2008, pergerakan suku bunga antarbank lebih dekat dengan *DF rate* daripada *BI rate* (Lihat Gambar 2).

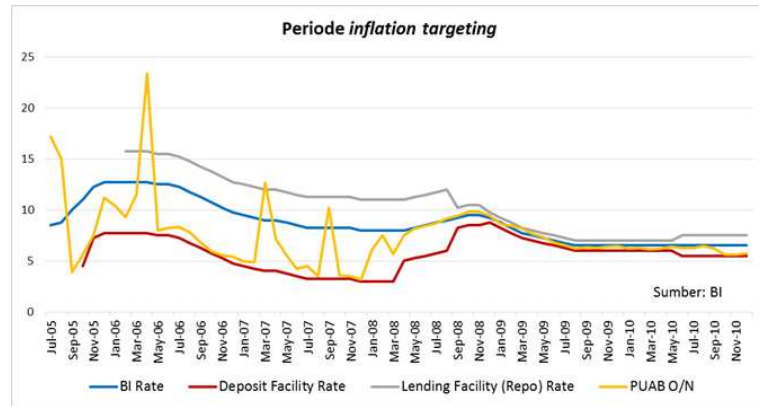


Fig. 2. Periode *inflation targeting*

2.3 Fakta sejak 2010

Dimulai sejak pertengahan 2008, pergerakan suku bunga antarbank beriringan dengan *BI rate*, meskipun pada beberapa periode lebih mendekati batas atas (*LF rate*). Namun, sejak pertengahan 2010, suku bunga Pasar Uang Antar Bank 1 hari (PUAB O/N) yang merupakan refleksi dari kondisi pasar uang yang paling aktif bergerak semakin mendekati *DF rate* daripada *BI rate*, sementara karakteristik *BI rate* sendiri lebih mendekati suku bunga PUAB dengan tenor 12 bulan. Kondisi ini berlanjut sampai dengan saat ini (lihat Gambar 3).

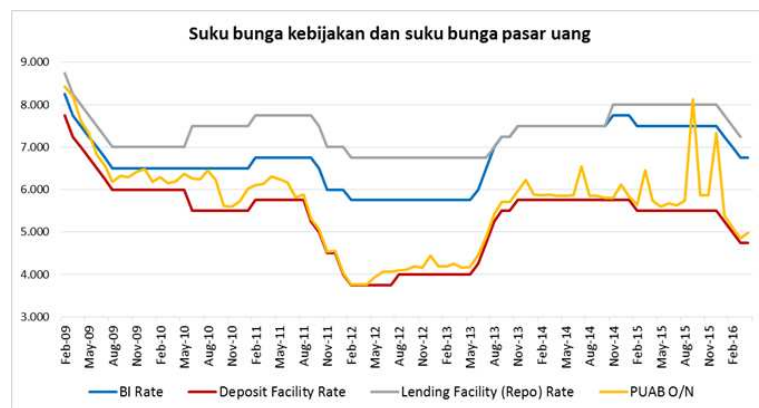


Fig. 3. Suku bunga kebijakan dan suku bunga pasar uang; *Sumber: BI*

Hal ini menunjukkan bahwa transmisi kebijakan moneter BI tidak berjalan seefektif sebelumnya atau bisa dikatakan bahwa kredibilitas *BI rate* semakin menurun dalam mempengaruhi pergerakan suku bunga antarbank. BI mensinyalir bahwa hal tersebut disebabkan oleh derasnya arus modal asing yang masuk di pasar uang Indonesia yang terutama dipicu oleh kebijakan Quantitative Easing (QE) AS sejak krisis keuangan global 2008-2009. Dalam beberapa tahun terakhir, arus modal global memang terlihat sangat deras mengalir terutama dari negara-negara maju ke negara-negara berkembang dan hal itu telah terbukti mampu mempengaruhi arah kebijakan moneter negara-negara berkembang dengan perekonomian terbuka (Bernanke, 2005; Jain-Chandra & Unsal, 2012). Pasar uang di Indonesia yang belum dalam yang terefleksi dari belum terbentuknya struktur bunga di PUAB khususnya untuk tenor di atas 3 hingga 12 bulan juga menjadi faktor lain yang menyebabkan transmisi moneter *BI rate* dirasakan kurang efektif.

3 Metodologi dan Data

Selain menggunakan analisis secara deskriptif dan kualitatif, analisis dalam tulisan ini juga menggunakan metode kuantitatif, yaitu Structural Vector Autoregression (SVAR). Model Structural Vector Autoregression (SVAR) telah digunakan secara luas untuk mengukur dampak kebijakan moneter terhadap perekonomian dan menunjukkan hasil yang cukup *robust*, khususnya dalam menampilkan respon secara dinamis variabel – variabel makroekonomi terhadap perubahan kebijakan moneter (Bernanke, Boivin, & Elias, 2003; Bernanke, Gertler, & Watson, 1997; Castelnuovo & Surico, 2010; Christiano, Eichenbaum, & Evans, 2005; van Aarle, Garretsen, & Gobbin, 2003). Mempertimbangkan karakteristik variabel dan frekuensi data yang berbeda – beda, selain dengan model *Structural Vector Autoregression (SVAR)*, analisis di dalam tulisan ini juga menggunakan model *Vector Error Correction Model (VECM)*.

3.1 *Structural Vector Autoregression (SVAR)*

Untuk menguji efektifitas *BI rate*, kerangka model yang digunakan dalam tulisan ini adalah model structural vector autoregression (SVAR) dengan 3 variabel, yaitu *BI rate*, *DF rate* dan suku bunga PUAB 1 hari dengan lag 2 periode serta

dengan sampel data berupa data bulanan dari Mei 2008 s.d. April 2016. Struktur model adalah sebagai berikut:

$$A_0 Z_t = \alpha + \sum_{i=1}^2 A_i Z_{t-i} + \mu_t \quad (1)$$

Dimana μ_t merupakan *mutually and serially uncorrelated errors* dan Z_t terdiri dari *BI rate*, *DF rate* dan suku bunga PUAB 1 hari. *Reduced form errors* didekomposisi menurut

$$A_0 X_t = \alpha + \sum_{i=1}^2 A_i + X_{t-i} + \mu_t \quad (2)$$

secara berurutan berdasarkan *Cholesky ordering*:

$$e_t \equiv \begin{pmatrix} e_t^{birate} \\ e_t^{dfrate} \\ e_t^{puab} \end{pmatrix} = \begin{bmatrix} a_{11} & 0 & 0 \\ a_{21} & a_{22} & 0 \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} \end{bmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_t^{bi \text{ rate shock}} \\ \varepsilon_t^{df \text{ rate shock}} \\ \varepsilon_t^{puab \text{ shock}} \end{pmatrix} \quad (3)$$

Uji stasioneritas terhadap masing-masing variabel yang digunakan dalam model dilakukan menggunakan *Augmented Dickey Fuller (ADF)* pada Eviews version 8 (hasil uji dapat dilihat pada lampiran 1). Model juga telah memenuhi kondisi stabil (lihat lampiran 1).

3.2 Vector Error Correction Model (VECM)

Analisis lebih lanjut dilakukan dengan menggunakan model yang sama seperti sebelumnya (model SVAR), tetapi kali ini dengan menggunakan data harian dengan 6 variabel (BI 7D RR, suku bunga PUAB 1 hari, 1 minggu, 2 minggu, 1 bulan, dan 3 bulan), lag 6 hari, dengan menggunakan sampel data dari 22 Juni – 2 Mei 2016. Hasil uji stasioneritas menunjukkan bahwa dari 6 variabel tersebut, 3 di antaranya nonstasioner, sehingga spesifikasi model perlu disesuaikan. Selanjutnya, berdasarkan Johansen System Cointegration Test, terdapat setidaknya 2 cointegrating factors (hasil tes dapat dilihat pada lampiran 2). Oleh karena itu, spesifikasi model menjadi Vector Error Correction Model (VECM), dengan dekomposisi Cholesky secara berurutan, yaitu: BI 7D RR, suku bunga PUAB 1 hari, 1 minggu, 2 minggu, 1 bulan, dan 3 bulan. Urutan tersebut dilandasi argumen bahwa BI 7D RR sebagai suku bunga kebijakan tentunya memiliki dampak yang instan terhadap suku bunga – suku bunga di pasar uang. Pada

waktu yang sama, suku bunga PUAB dengan tenor lebih pendek akan memiliki dampak yang instan terhadap suku bunga PUAB dengan tenor yang lebih panjang. Sementara itu, akan ada *lag* pada respon suku bunga PUAB dengan tenor lebih pendek terhadap perubahan suku bunga PUAB dengan tenor lebih panjang.

4 Hasil dan Diskusi

4.1 Uji empiris *BI rate* dan suku bunga pasar uang

Hasil empiris berdasarkan model SVAR menunjukkan bahwa sejak 2010, *BI rate* tidak lagi signifikan dalam memprediksi/mempengaruhi pergerakan suku bunga antarbank. Sebaliknya, *DF rate* semakin signifikan mempengaruhi suku bunga antarbank atau dengan kata lain *DF rate* merupakan suku bunga yang menjadi acuan pasar.

Dependent variable	Independent variable					
	BI rate		DF rate		PUAB O/N	
	Sampel sejak Mei 2008	Sampel sejak Juni 2010	Sampel sejak Mei 2008	Sampel sejak Juni 2010	Sampel sejak Mei 2008	Sampel sejak Juni 2010
BI rate	-	-	0.0000	0.0034	0.472	0.8642
DF rate	0.1351	0.5708	-	-	0.0285	0.9709
PUAB O/N	0.0084	0.6606	0.0023	0.0017	-	-

Fig. 4. Hasil uji *Granger Causality*; Catatan: Angka di tabel merupakan *p-value* dari *Wald Tests*; Sumber: *Authors' calculation*

4.2 *BI rate* dan *OJK rate*

Pada bulan Februari 2016 lalu, OJK menetapkan pembatasan suku bunga DPK yang baru. Pembatasan ini didasarkan pada tingginya suku bunga kredit perbankan yang berpotensi menghambat ekspansi kredit. OJK menyebut penetapan kebijakan tersebut merupakan pendekatan supervisory yang ketentuannya disampaikan melalui surat nomor S-17/D.03/2016 yang ditujukan kepada kalangan perbankan di Indonesia.

Berdasarkan ketentuan tersebut, suku bunga DPK dengan jumlah nominal sampai dengan Rp2 milyar ditetapkan maksimum sebesar suku bunga LPS, sedangkan suku bunga DPK dengan jumlah nominal diatas Rp 2 milyar ditetapkan maksimum 75 bps di atas *BI rate* atau pada saat ini sebesar 7,5% untuk bank BUKU 4, serta 100 bps di atas *BI rate* atau 7,75% untuk bank BUKU 3 dan berlaku secara efektif mulai Maret 2016.

Sebelumnya, sejak 1 Oktober 2014, besaran suku bunga yang ditetapkan OJK untuk DPK jumlah nominal diatas Rp 2 milyar untuk bank BUKU 3 dan BUKU 4 masing-masing sebesar 225 bps di atas *BI rate* saat itu atau sebesar 9,75% dan 200 bps di atas *BI rate* saat itu atau sebesar 9,5%.

Dampak secara langsung dari kebijakan OJK tersebut antara lain potensi penurunan laba perbankan secara signifikan di 2017 seiring turunnya suku bunga DPK BUKU 3 dan 4. Selain itu, bank BUKU 1 dan BUKU 2 juga berpotensi menghadapi dampak yang lebih signifikan. Sekitar 84% aset dan 80%-82% dana pinjaman saat ini berada di bank BUKU 3 dan BUKU 4. Penurunan suku bunga deposito di bank BUKU 3 dan 4 akan berdampak pada pengalihan dana ke bank BUKU di bawahnya, tetapi bank BUKU 1 dan 2 relatif akan kesulitan menerima pendanaan karena kapasitasnya yang tidak sebesar bank BUKU 3 dan 4. Kondisi di bank BUKU 1 dan 2 inilah yang menjadi tantangan untuk sektor perbankan ke depannya. Seiring perubahan suku bunga acuan BI per 19 Agustus 2016 mendatang, OJK tentunya perlu menyesuaikan ketentuannya terkait pembatasan suku bunga tersebut.

4.3 *BI rate, LPS rate, deposit rate dan lending rate*

Berbeda dengan *BI rate* yang bersifat forward looking untuk mempengaruhi ekspektasi inflasi ke depan, LPS rate justru bersifat backward looking. Hal ini berarti bahwa perubahan LPS rate merupakan respon dari perubahan suku bunga simpanan, sesuai dengan tujuan LPS rate, yaitu agar suku bunga simpanan suatu bank tidak jauh melebihi rata-rata suku bunga simpanan secara keseluruhan.

Secara statistik, walaupun *BI rate* tidak lagi efektif dalam mempengaruhi suku bunga pasar uang antarbank, *BI rate* masih memiliki kemampuan memprediksi atau masih bisa berpengaruh secara signifikan terhadap suku bunga simpanan dan suku bunga pinjaman. Hasil ini berdasarkan pada kalkulasi model dengan struktur yang sama seperti sebelumnya dengan Cholesky ordering *BI rate*, LPS rate, Suku bunga deposito 3 bulan dan suku bunga pinjaman den-

gan menggunakan sampel data bulanan dari Januari 2008 – Maret 2016. Hasil Granger causality test juga menunjukkan bahwa *BI rate* masih menjadi acuan bagi LPS rate, dengan transmisi melalui perubahan pada suku bunga simpanan di perbankan.

Analisis lebih lanjut dengan menggunakan variance decomposition menunjukkan bahwa perubahan *BI rate* tidak secara instan mempengaruhi baik suku bunga simpanan maupun suku bunga pinjaman. Berdasarkan perhitungan model, *BI rate* secara signifikan mempengaruhi suku bunga simpanan setelah 4 bulan, ditandai oleh besaran varian di atas 50%. Sedangkan terhadap suku bunga pinjaman, efek perubahan *BI rate* baru terasa setelah 6 bulan. Selain itu, suku bunga pinjaman juga dipengaruhi oleh besaran suku bunga simpanan.

Granger causality				
Dependent variable	Independent variable			
	<i>BI rate</i>	LPS rate	Suku bunga deposito 3M	Suku bunga pinjaman
<i>BI rate</i>	-	0.8786	0.2397	0.7368
LPS rate	0.0000	-	0.2831	0.1652
Suku bunga deposito 3 M	0.0002	0.7785	-	0.5308
Suku bunga pinjaman	0.0028	0.2123	0.0251	-

Fig. 5. Hasil uji *Granger Causality*; Catatan: Angka di tabel merupakan *p-value* dari *Wald Tests*; Sumber: *Authors' calculation*

4.4 Penetapan suku bunga acuan: *international best practice*

Pemilihan instrumen suku bunga kebijakan di suatu negara sangat tergantung pada kondisi likuiditas pasar uang di negara tersebut. Di negara dengan pasar uang yang illiquid seperti di AS, Australia, Jepang, dan Inggris, instrumen yang bersifat nontransaksional dapat dipergunakan secara efektif (lihat tabel di bawah). Namun, untuk kondisi pasar uang yang liquid, instrumen yang bersifat transaksional akan lebih efektif, seperti di Korea Selatan dan Thailand. Pemilihan tenor untuk sasaran operasional juga sangat tergantung pada tenor yang paling aktif, yang di kebanyakan negara tenor 1 hari merupakan yang paling aktif.

Period	S.E.	BI_RATE	LPS_RATE	DEPOSIT_RATE_3M	LENDING_RATE
1	0.18	0.03	5.64	94.33	0.00
2	0.27	5.77	6.22	87.47	0.54
3	0.35	18.86	5.02	75.17	0.95
4	0.43	35.60	3.57	59.65	1.18
5	0.51	51.18	2.52	45.07	1.24
6	0.60	63.23	1.97	33.62	1.18
7	0.69	71.64	1.80	25.48	1.07
8	0.77	77.20	1.86	20.00	0.94
9	0.86	80.74	2.04	16.41	0.81
10	0.94	82.92	2.27	14.11	0.70

Fig. 6. Variance Decomposition of DEPOSIT RATE 3M; Sumber: Authors' calculation

Period	S.E.	BI_RATE	LPS_RATE	DEPOSIT_RATE_3M	LENDING_RATE
1	0.11	7.69	6.67	11.18	74.46
2	0.17	12.15	5.66	18.33	63.86
3	0.24	20.71	3.81	17.88	57.61
4	0.30	30.72	2.44	14.86	51.97
5	0.36	40.14	1.78	11.54	46.54
6	0.42	47.99	1.66	8.77	41.58
7	0.48	54.14	1.86	6.71	37.29
8	0.54	58.80	2.23	5.28	33.69
9	0.60	62.28	2.67	4.34	30.72
10	0.66	64.86	3.12	3.74	28.28

Fig. 7. Variance Decomposition of LENDING RATE; Sumber: Authors' calculation

Tidak ada yang salah dengan suku bunga kebijakan yang nontransaksional seperti *BI rate*, seperti halnya yang diterapkan oleh Malaysia. Salah satu kunci agar kredibilitas suku bunga kebijakan tetap terjaga, seperti di Malaysia, adalah konsistensi dalam menjaga koridor batas atas dan batas bawah. Penetapan sasaran lain dari kebijakan moneter, seperti menjaga stabilitas sistem keuangan, terbukti telah mengurangi efektivitas suku bunga kebijakan dalam mempengaruhi pasar uang.

Bank Sentral	Policy Rate				Sasaran Operasional		
	Nama Policy Rate	Tenor	Collateralized?	Transaksional	Sasaran Operasional	Tenor	Collateralized?
Bank Negara Malaysia	Overnigt Policy Rate	O/N	No	No	Average Overnight Interest Rate	O/N	No
Bank Of England	Bank Rate	O/N	No	No	O/N Interbank	O/N	No
Bank Of Japan	Overnight Call Rate	O/N	No	No	Overnight Call Rate	O/N	No
Bank of Korea	Bank of Korea Base Rate	7-day	Yes	Yes	O/N Interbank	O/N	No
Bank of Mexico	Overnight Interbank rate	O/N	No	No	Overnight Call Rate	O/N	No
Bank of Thailand	Policy Interest Rate	7-day	Yes	Yes	O/N Interbank	O/N	No
Central Bank of Hungary	MNB Deposit Rate	3-month	No	Yes	3-month interbank	3-month	No
Czech National Bank	Two-week Repo Rate	2-weeks	Yes	Yes	O/N Interbank	O/N	No
Narodowy Bank Polski	Reference Rate	1-week	Yes	Yes	O/N Interbank	O/N	No
Reserve Bank of Australia	Official Cash Rate (OCR)	O/N	No	No	Cash Rate	O/N	No
Reserve Bank of New Zealand	Official Cash Rate (OCR)	O/N	No	No	Cash Rate	O/N	No
Risikbank	Repo Rate	7-day	Yes	Yes	O/N Interbank	O/N	No
Swiss National Bank	Three-month Swiss France LIBOR	3-month	No	No	swiss Franc LIBOR Rate	3-month	No
The Federal Reserve	Fed Rate Fund	O/N	No	No	Fed Fund Rate	O/N	No

Fig. 8. Suku bunga kebijakan dan sasaran operasional di beberapa negara

4.5 Menguji kinerja BI 7-day (Reverse) Repo Rate

Melihat pola pergerakan dari suku bunga PUAB, diketahui bahwa BI 7-day (Reverse) Repo Rate (BI 7D RR) dan suku bunga PUAB lainnya (1 hari s.d. 3 bulan) ternyata memiliki pola pergerakan yang mirip. Oleh karenanya, seiring dengan turunnya BI 7D RR sejak Januari 2016, suku bunga yang lainnya juga mengalami penurunan untuk periode yang sama.

Analisis lebih lanjut dilakukan dengan menggunakan model yang sama seperti sebelumnya (model SVAR), tetapi kali ini dengan menggunakan data harian dengan 6 variabel (BI 7D RR, suku bunga PUAB 1 hari, 1 minggu, 2 minggu, 1 bulan, dan 3 bulan), lag 6 hari, dengan menggunakan sampel data dari 22 Juni – 2 Mei 2016. Hasilnya menunjukkan bahwa dari 6 variabel tersebut, 3 di antaranya nonstasioner, sehingga spesifikasi model perlu disesuaikan. Selanjutnya, berdasarkan Johansen System Cointegration Test, terdapat setidaknya 2 coin-

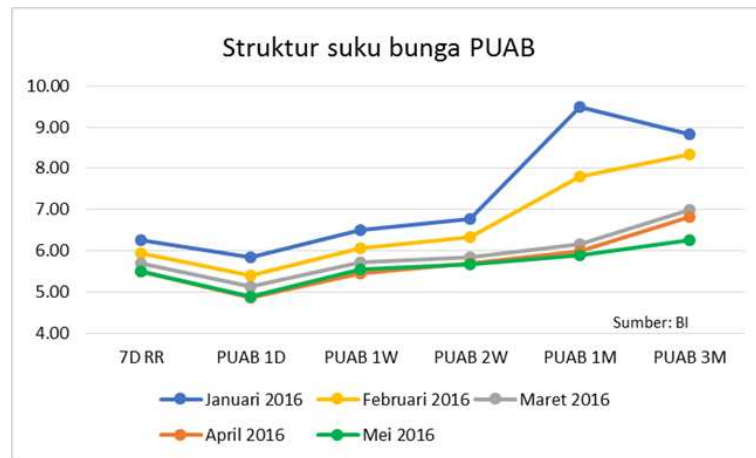


Fig. 9. Struktur suku bunga PUAB

tegrating factors. Oleh karena itu, spesifikasi model menjadi Vector Error Correction Model (VECM). Hasil Granger causality test berdasarkan model VECM ini menunjukkan bahwa BI 7-day (Reverse) Repo Rate mampu memprediksi atau mampu mempengaruhi suku bunga PUAB 1 hari secara signifikan yang selanjutnya ditransmisikan kepada suku bunga PUAB lainnya dengan tenor yang berbeda.

Oleh karena suku bunga PUAB antartenor saling terkait satu sama lain, kedalaman pasar uang menjadi sangat penting untuk memastikan transmisi kebijakan moneter berjalan lancar. Hasil Granger causality test juga menunjukkan bahwa suku bunga PUAB dengan tenor yang lebih pendek secara signifikan mempengaruhi suku bunga PUAB dengan tenor lebih panjang, kecuali PUAB 1D terhadap PUAB 1M dan 3M. Sementara suku bunga PUAB 3M tidak mampu mempengaruhi suku bunga PUAB lainnya. Dengan kata lain, belum aktifnya pasar uang antarbank dengan tenor 3 bulan ke atas membuat efektivitas instrumen kebijakan moneter menjadi berkurang.

5 Penutup

Kebijakan BI untuk mengubah suku bunga acuan yang diikuti dengan kebijakan pendalaman pasar uang merupakan upaya untuk meningkatkan kembali efektivitas instrumen kebijakan moneter terhadap perekonomian nasional, khususnya

<i>Granger causality</i>						
<i>Dependent variable</i>	<i>Independent variable</i>					
	BI 7D RR	PUAB 1D	PUAB 1W	PUAB 2W	PUAB 1M	PUAB 3M
BI 7D RR	-	0.9099	0.3825	0.0127	0.3960	0.5814
PUAB 1D	0.0000	-	0.0000	0.0000	0.0134	0.3284
PUAB 1W	0.2094	0.0034	-	0.0000	0.0039	0.6600
PUAB 2W	0.6191	0.0010	0.0000	-	0.3466	0.6621
PUAB 1M	0.1537	0.9185	0.0003	0.0230	-	0.9262
PUAB 3M	0.3141	0.9937	0.0128	0.0058	0.0774	-

Fig. 10. Hasil uji *Granger Causality* antarinstrumen; Catatan: Angka di tabel merupakan *p-value* dari *Wald Tests*; Sumber: *Authors' calculation*

melalui pasar uang dan diharapkan juga dapat mempengaruhi besaran suku bunga perbankan. Menurunnya efektifitas *BI rate* tidak hanya disebabkan oleh derasnya aliran modal asing yang masuk ke pasar uang Indonesia pasca krisis keuangan global, tetapi juga akibat ketidakdisiplinan otoritas moneter dalam menjaga koridor batas atas dan batas bawah suku bunga acuan dipicu oleh penetapan sasaran lain dari kebijakan moneter.

Oleh karena itu, untuk menjaga efektifitas BI 7-day (Reverse) Repo Rate nantinya, BI harus konsisten mengikuti *Inflation Targeting Framework* bersamaan dengan realisasi langkah-langkah pendalaman pasar uang. Agar dampak terhadap suku bunga perbankan seperti suku bunga pinjaman efektif dan transmisinya berjalan cepat, instrumen suku bunga acuan saja tidak cukup. Oleh karena itu, dukungan dari otoritas kebijakan lain, yaitu OJK dan LPS serta Pemerintah juga sangat diperlukan.

Akhirnya, konsistensi BI akan menentukan kredibilitas dari instrumen kebijakan moneter yang barunya. Belajar dari masa lalu dimana kehati-hatian BI dalam menjaga stabilitas nilai tukar dari ketakutan BI terhadap ancaman capital outflows akibat sentimen negatif dari rencana kenaikan suku bunga the Fed (meskipun tidak terbukti) dengan tetap mempertahankan suku bunga tinggi (di saat laju inflasi yang terkendali) telah mengurangi kredibilitas instrumen moneternya saat itu (*BI rate*) dan perubahan ini merupakan upaya untuk membayar ketidakkonsistenan di tahun 2015 lalu.

Meskipun demikian, Kebijakan moneter BI yang longgar ini perlu diapresiasi mengingat sudah sejak lama pemerintah mengharapkan penurunan suku bunga acuan yang diharapkan dapat mendorong akses pembiayaan usaha melalui

penurunan suku bunga kredit sehingga dapat mendorong pertumbuhan ekonomi nasional.

Namun, perlu dihindari munculnya euforia berlebih terhadap penurunan suku bunga acuan yang diikuti oleh ekspektasi berlebih bahwa penurunan suku bunga acuan dan perbankan akan mampu mendorong pertumbuhan ekonomi nasional. Pengalaman beberapa negara yang otoritas kebijakan moneternya menerapkan suku bunga acuan yang rendah dan bahkan negatif ternyata menunjukkan hal yang sebaliknya. Seperti yang disampaikan oleh Deputi Gubernur Senior Bank Indonesia, Mirza Adityaswara bahwa penurunan suku bunga acuan dan perbankan menjadi tidak relevan dalam mendorong aktivitas ekonomi apabila tidak diikuti oleh kenaikan permintaan agregat.

Mengingat suku bunga hanya salah satu faktor penggerak perekonomian, untuk mendorong laju perekonomian nasional, pemerintah perlu terus melakukan reformasi struktural dan deregulasi melalui percepatan implementasi paket kebijakan yang sudah diluncurkan, meningkatkan daya beli masyarakat ditambah dengan percepatan realisasi belanja pemerintah pusat dan daerah serta dana desa. Akhirnya sinergi antarberbagai otoritas kebijakan akan mempercepat upaya tersebut.

Daftar Referensi

1. Afandi (2005). 'Monetary policy transmission mechanism and structural breaks in Indonesia', University of Wollongong Thesis Collection.
2. Arndt, H. W. (1979). Monetary Policy Instruments in Indonesia. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 15(3), 107122.
3. Bernanke, B. S. (2005). Monetary Policy in a World of Mobile Capital. The Case for Floating Exchange Rates. *Cato Journal*, 1(25), 112.
4. Bernanke, B. S., Boivin, J., Eliaz, P. (2003). Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach.
5. Bernanke, B. S., Gertler, M., Watson, M. (1997). Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997(1), 91157.
6. Castelnuovo, E., Surico, P. (2010). Monetary Policy, Inflation Expectations and The Price Puzzle. *Economic Journal*, 120, 12621283.

7. Christiano, L. J., Eichenbaum, M., Evans, C. L. (2005). Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy. *Journal of Political Economy*, 113(1), 145.
8. Jain-Chandra, S., Unsal, D. F. (2012). The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Under Capital Inflows: Evidence from Asia. *IMF Working Paper* (Vol. 12).
9. van Aarle, B., Garretsen, H., Gobbin, N. (2003). Monetary and fiscal policy transmission in the Euro-area: evidence from a structural VAR analysis. *Journal of Economics and Business*, 55(5-6), 609638.
10. Wimanda, R. E. (2012). Monetary policy rules for Indonesia: which type is the most efficient? *Journal of Economic Studies*, 39(4), 469484.