Seri Kebanksentralan

No. 11

BANK INDONESIA

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia

Perry Warjiyo

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)

BANK INDONESIA

Seri Kebanksentralan No. 11

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia

Perry Warjiyo

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)
BANK INDONESIA

Jakarta, Mei 2004

Warjiyo, Perry

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia/Perry Warjiyo. -- Jakarta : Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) BI, 2004.

i-vii; 47 hlm.; 15,2 cm x 22,8 cm. – (Seri Kebanksentralan; 11)

Bibliografi: hlm. – 44

ISBN 979-3363-10-X

332.11

Sambutan

Dengan mengucapkan puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, pada kesempatan ini Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK), Bank Indonesia kembali menerbitkan buku seri kebanksentralan. Penerbitan buku ini sejalan dengan amanat yang diemban dalam Undang-Undang No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia, bahwa dalam menjalankan tugas dan tanggung jawabnya Bank Indonesia senantiasa berupaya untuk mewujudkan transparansi kepada masyarakat luas. Selain itu, sebagai sumbangsih dalam kegiatan peningkatan wawasan dan pembelajaran kepada masyarakat, Bank Indonesia juga terus berupaya meningkatkan kualitas publikasi yang ditujukan untuk memperkaya khazanah ilmu kebansentralan.

Buku seri kebanksentralan merupakan rangkaian tulisan mengenai ilmu kebanksentralan ditinjau dari aspek teori maupun praktek, yang ditulis oleh para penulis dari kalangan Bank Indonesia sendiri. Buku seri ini dimaksudkan untuk memperkaya khazanah kepustakaan mengenai berbagai aspek kebansentralan terutama yang dilakukan Bank Indonesia sebagai Bank Sentral Republik Indonesia. Sebagai bacaan masyarakat umum, buku seri ini ditulis dalam bahasa yang cukup sederhana dan mudah dipahami, serta sejauh mungkin menghindari penggunaan istilah-istilah teknis yang kiranya dapat mempersulit pembaca dalam memahami isi buku.

Penulisan buku seri kebanksentralan ini diorganisir secara sistematis dengan terlebih dahulu menerbitkan buku seri mengenai aspek-aspek pokok kebansentralan, yaitu: (1) bidang moneter, (2) bidang perbankan, (3) bidang sistem pembayaran, dan (4) bidang organisasi dan managemen bank sentral. Selanjutnya masing-masing bidang dirinci dengan topik-topik khusus yang lebih fokus pada tema tertentu yang tercakup pada salah satu bidang tugas bank sentral. Dengan demikian sistematika publikasi buku seri kebanksentralan ini analog dengan ***pohon*** yang terdiri dari ***batang*** yang memiliki ***cabang*** dan ***ranting-ranting***. Sebagai kelanjutan buku seri sebelumnya, pada kesempatan ini diterbitkan buku seri yang terkait dengan bidang moneter dengan topik **Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia.** Didalamnya dibahas

mengenai bagaimana kebijakan moneter bank sentral pada umumnya dan Bank Indonesia khususnya mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi dan keuangan, yang akhirnya dikomunikasikan pada pertumbuhan ekonomi dan inflasi.

Akhirnya, 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 buku ini bermanfaat dan menambah khazanah pengetahuan kita.

Jakarta, Mei 2004

Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan

Perry Warjiyo

Direktur

Pengantar

Kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral selalu menarik perhatian masyarakat. Pada waktu bank sental menaikkan suku bunga, misalnya, perbankan dan para pelaku pasar keuangan akan meresponnya dengan kenaikan suku bunga di pasar maupun penyesuaian portfolio investasinya. Demikian pula, kalangan dunia usaha akan perlu menghitung kembali biaya produksi bagi penentuan harga produknya. Pada akhirnya berbagai pengaruh kebijakan moneter ini akan berdampak pada pertumbuhan ekonomi dan inflasi yang merupakan sasaran akhir dari kebijakan moneter. Fenomena seperti ini menunjukkan suatu proses yang dikenal dengan mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Buku Seri Kebanksentralan Nomor .... ini membahas mengenai transmisi kebijakan moneter secara umum dan kondisinya di Indonesia. Di dalamnya akan diuraikan bagaimana proses suatu kebijakan moneter itu berpengaruh terhadap berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan, yang pada akhirnya ditransmisikan pada pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Secara khusus, berbagai saluran yang biasanya dilalui dalam mekanisme transmisi ini, yaitu saluran uang beredar, kredit, suku bunga, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi, akan dijelaskan prosesnya dan bukti empirisnya di Indonesia. Dengan pembahasan demikian, buku ini diharapkan dapat lebih meningkatkan pemahaman masyarakat mengenai bagaimana bekerjanya kebijakan moneter secara umum dan di Indonesia.

Banyak rekan-rekan di Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Direktorat Pengelolaan Moneter, dan Direktorat Statistik Ekonomi Moneter yang telah memberikan kontribusi beharga dalam penulisan ini, dan untuk itu penulis ingin menyampaikan terima kasih. Secara khusus, ucapan terima kasih penulis sampaikan kepada Sdr. Ascarya, Sdr. Solikin, Sdr. Erwin Riyanto, Sdr.Anwar Bashori, dan Sdr Priyanto B. Nugroho serta pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu per satu atas partisipasinya dan masukan dalam penyelesaian buku ini.

Penulis menyadari masih terdapat kekurangan dalam penulisan buku ini, dan untuk itu kritik dan masukan akan sangat diharagai. Akhirnya, semoga buku ini dapat bermanfaat dan menambah khasanah pengetahuan kita.

Jakarta, Mei 2004

Penulis

Daftar Isi

Sambutan iii

Pengantar v

1. Pendahuluan 1
2. Gambaran Umum Mekanisme Transmisi Moneter 3
   a. Apa itu Mekanisme Transmisi Moneter? 3
   b. Transmisi Moneter dan Proses Perputaran Uang 6
   c. Pentingnya Bagi Teori dan Kebijakan Moneter 11

3. Saluran-saluran Transmisi Moneter 13
   a. Saluran uang 15
   b. Saluran kredit 17
   c. Saluran suku bunga 19
   d. Saluran nilai tukar 20
   e. Saluran harga aset 22
   f. Saluran ekspektasi 23

4. Transmisi Moneter di Indonesia 25
   a. Pemetaan mekanisme transmisi moneter 28
   b. Saluran uang 31
   c. Saluran kredit 33
   d. Saluran suku bunga 35
   e. Saluran nilai tukar 38
   f. Saluran harga aset 40
   g. Saluran ekspektasi 40

5. Perspektif ke Depan 42

Daftar Pustaka 44

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.
5. Kelembagaan Bank Indoesia, oleh F.X. Sugiyono dan Ascarya, Desember 2003.
6. Kebijakan Moneter di Indonesia, oleh Perry Warjiyo dan Solikin, Desember 2003.
7. Sistem dan Kebijakan Perbankan di Indonesia, oleh Suseno dan Piter Abdullah, Desember 2003.
8. Kebijakan Sistem Pembayaran di Indonesia, oleh Sri Mulyati Tri Subari dan Ascarya, Desember 2003.
9. Organisasi Bank Indonesia, oleh Suarpika Bimantoro dan Syahrul Bahroen, Desember 2003.
10. Instrumen Pengendalian Moneter, Operasi Pasar Terbuka oleh F.X. Sugiyono, Mei 2004.
11. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia oleh Perry Warjiyo, Mei 2004.

Seri Kebanksentralan ini diterbitkan oleh:
Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK)
BANK INDONESIA
Jl. MH. Thamrin No. 2, Gd. A lt. 18, Jakarta 10010
No. Telepon: 021-3817628, No. Fax: 021-3501912
e-mail: PPSK@bi.go.id

Penulis adalah peneliti pada Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan – Bank Indonesia
Isi dalam tulisan ini sepenuhnya merupakan tanggung jawab penulis

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia

Pendahuluan

Pemberitaan mengenai kebijakan moneter bank sentral pada umumnya selalu menarik perhatian masyarakat. Pernyataan Alan Greenspan, Ketua *The Federal Reserve System* Amerika Serikat (AS), pada tanggal 6 Mei 2004 mengenai kemungkinan akan adanya kenaikan suku bunga karena indikasi meningkatnya tekanan inflasi sehubungan dengan tingginya harga minyak dunia dan terlalu cepatnya kenaikan ekonomi AS, misalnya, telah disambut dengan turunnya harga saham di Wall Street dan menguatnya nilai tukar dolar di pasar valuta asing. Perkembangan itu kemudian dengan segera diikuti pula oleh penurunan harga saham dan pelemahan nilai tukar mata uang di berbagai negara, termasuk di Indonesia. Sementara itu, di Indonesia pernyataan Gubernur Bank Indonesia, Burhanuddin Abdullah, pada tanggal 18 Mei 2004 bahwa beberapa bank asing pelaku pasar valuta asing telah diberi peringatan dan bahwa suku bunga SBI dapat saja naik apabila pelemahan rupiah terus berlangsung dan tekanan inflasi meningkat, telah diiikuti dengan relatif stabilnya nilai tukar rupiah dan peningkatan kembali harga saham di Indonesia yang melemah setelah pernyataan Greenspan.

Gambaran di atas menunjukkan besarnya pengaruh kebijakan moneter terhadap berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan. Hal demikian tidak mengherankan karena kebijakan moneter memang ditempuh bank sentral untuk mempengaruhi dan mengarahkan berbagai aktivitas ekonomi dan

keuangan tersebut kepada tujuan yang ingin dicapai, yang pada umumnya kestabilan harga, dengan mempertimbangkan pertumbuhan ekonomi.[1] Pertanyaannya adalah bagaimana proses pengaruh kebijakan moneter ini terjadi. Secara umum dapat dikatakan bahwa kebijakan moneter berpengaruh pada perputaran uang dalam ekonomi, yang tercermin pada perkembangan jumlah uang beredar, suku bunga, kredit, nilai tukar, serta berbagai variabel ekonomi dan keuangan lainnya. Bahkan kebijakan moneter berpengaruh pula pada ekspektasi para pelaku ekonomi di pasar keuangan dan di berbagai aktvitas ekonomi seperti ditunjukkan dengan pelemahan mata uang di seluruh dunia setelah pernyataan Greenspan di atas. Proses seperti ini menggambarkan suatu mekanisme yang dalam teori ekonomi moneter dikenal dengan sebutan transmisi kebijakan moneter.

Dalam tataran teori ekonomi moneter dan prakteknya di berbagai bank sentral, transmisi kebijakan moneter juga selalu menjadi topik yang penting dan menarik perhatian para ekonom dan otoritas moneter. Hal ini antara lain tercermin pada dua pertanyaan yang dikemukakan Bernanke dan Blinder (1992, hlm. 901), yaitu: (i) apakah kebijakan moneter dapat mempengaruhi ekonomi riil di samping pengaruhnya terhadap harga, dan (ii) jika ya, melalui mekanisme transmisi seperti apa pengaruh kebijakan moneter terhadap ekonomi tersebut terjadi. Kedua pertanyaan ini merupakan permasalahan yang penting dan kontroversial baik dalam perumusan dan pelaksanaan kebijakan moneter oleh bank sentral maupun dalam pembahasan teori ekonomi moneter oleh para ekonom.

Dalam konteks Indonesia, pertanyaan mengenai bagaimana mekanisme transmisi kebijakan moneter yang dilakukan Bank Indonesia sebagai otoritas moneter dapat mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi dan keuangan juga sering muncul di masyarakat. Sesuai UU No. 23 Tahun 1999 yang telah diamandemen dengan UU No. 3 Tahun 2004, tujuan Bank Indonesia adalah mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah, yaitu kestabilan harga (inflasi) dan nilai tukar rupiah. Dalam melaksanakan

---

[1] Untuk penjelasan lebih rinci mengenai kebijakan moneter dan penerapannya di Indonesia, lihat Perry Warjiyo dan Solikin, Kebijakan Moneter di Indonesia, Buku Seri Kebanksentralan No. 6, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bank Indonesia, Desember 2003.

kebijakan moneter Bank Indonesia mempunyai instrumen moneter antara lain Operasi Pasar Terbuka (OPT), intervensi rupiah, sterilisasi valuta asing, fasilitas diskonto, Giro Wajib Minimum (GWM), dan Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI).[2] Pertanyaannya adalah bagaimana mekanisme transmisi yang terjadi dari sejak instrumen moneter ini ditempuh Bank Indonesia hingga kemudian mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi dan keuangan dan pada akhirnya dapat mencapai tujuan akhir kebijakan moneter tersebut.

Buku ini menguraikan mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia. Pembahasannya terdiri dari lima bagian. Setelah bagian pendahuluan, bagian kedua akan mengemukakan gambaran umum mengenai transmisi moneter, yaitu pengertian transmisi moneter, kaitannya dengan proses perputaran uang, dan pentingnya bagi teori dan kebijakan moneter. Bagian ketiga akan membahas secara rinci saluran-saluran yang umumnya dilalui dalam transmisi moneter, yaitu saluran uang, suku bunga, kredit, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi. Bagian keempat menguraikan transmisi moneter di Indonesia, terutama berkaitan dengan hasil-hasil studi empiris yang telah dilakukan selama ini untuk berbagai saluran tersebut. Sebagai penutup, pada bagian kelima dan terakhir dari buku ini akan disampaikan beberapa aspek penting yang perlu dipikirkan dalam perspektif ke depan mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia.

Gambaran Umum Transmisi Kebijakan Moneter

Hakekat Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter pada dasarnya menggambarkan bagaimana kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral mempengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan sehingga pada akhirnya dapat mencapai tujuan akhir yang ditetapkan. Secara spesifik, Taylor (1995)

---

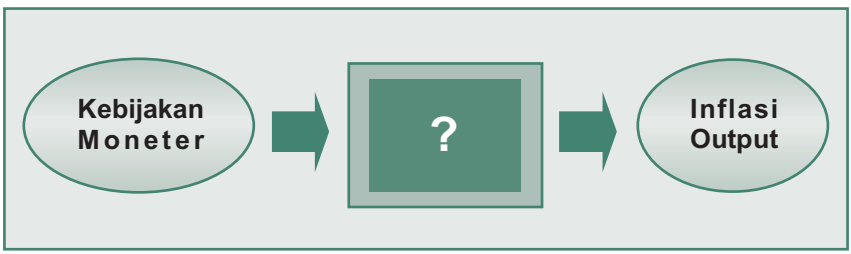
[2] Uraian lengkap mengenai instrumen moneter dibahas oleh Ascarya, Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter, Buku Seri Kebansentralan No. 3, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bank Indonesi, 2002.

menyatakan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter adalah "*the process through which monetary policy decisions are transmitted into changes in real GDP and inflation*".

Mekanisme transmisi moneter dimulai dari tindakan bank sentral dengan menggunakan instrumen moneter, apakah OPT atau yang lain, dalam melaksanakan kebijakan moneternya. Tindakan itu kemudian berpengaruh terhadap aktivitas ekonomi dan keuangan melalui berbagai saluran transmisi kebijakan moneter, yaitu saluran uang, kredit, suku bunga, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi.[3] Di bidang keuangan, kebijakan moneter berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga, nilai tukar, dan harga saham di samping volume dana masyarakat yang disimpan di bank, kredit yang disalurkan bank kepada dunia usaha, penanaman dana pada obligasi, saham maupun sekuritas lainnya. Sementara itu, di sektor ekonomi riil kebijakan moneter selanjutnya mempengaruhi perkembangan konsumsi, investasi, ekspor dan impor, hingga pertumbuhan ekonomi dan inflasi yang merupakan sasaran akhir kebijakan moneter.

Dalam kenyataannya, mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan proses yang kompleks, dan karenanya dalam teori ekonomi moneter sering disebut dengan "*black box*" (Mishkin, 1995) seperti digambarkan dalam skema berikut. Hal ini terutama karena transmisi dimaksud banyak dipengaruhi oleh tiga faktor, yaitu (i) perubahan perilaku bank sentral, perbankan, dan para pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangannya, (ii) lamanya tenggat waktu (lag) sejak

Skema 1:
Mekanisme Transmisi Moneter sebagai "Black Box"



[3] Secara rinci bekerjanya berbagai saluran transmisi kebijakan moneter ini akan diuraikan dalam bagian ketiga dalam buku ini.

kebijakan moneter ditempuh sampai sasaran inflasi tercapai, serta (iii) terjadinya perubahan pada saluran-saluran transmisi moneter itu sendiri sesuai dengan perkembangan ekonomi dan keuangan di negara yang bersangkutan.

Perubahan perilaku bank sentral, perbankan dan sektor keuangan, serta pelaku ekonomi, jelas akan berpengaruh pada interaksi yang dilakukannya dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan, dan karenanya akan membawa perubahan pula pada mekanisme transmisi kebijakan moneter. Bahkan dalam banyak hal, karena menyangkut perubahan perilaku dan ekspektasi, mekanisme transmisi kebijakan moneter dimaksud diliputi oleh ketidakpastian dan relatif sulit diprediksi (Blinder, 1998). Setiap perubahan kebijakan bank sentral akan diiikuti atau telah diantisipasi dengan perubahan perilaku perbankan, sektor keuangan dan para pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangannya. Bagaimana pernyataan Alan Greenspan berpengaruh pada ekspektasi para pelaku pasar keuangan serta nilai tukar dan harga saham di berbagai belahan dunia seperti dikemukakan pada awal buku ini merupakan contoh yang jelas mengenai hal ini. Demikian pula, perubahan perilaku perbankan dalam operasi dan inovasi produk keuangan yang dilakukannya, seperti keengganan bank menyalurkan kredit ataupun maraknya produk derivatif dalam transaksi valuta asing, juga akan berpengaruh dan harus dipertimbangkan oleh bank sentral dalam merumuskan dan melaksanakan kebijakan moneter.

Transmisi kebijakan moneter ke pertumbuhan ekonomi dan inflasi telah lama diakui berlangsung dengan tenggat waktu yang lama dan bervariasi (Friedman dan Schwartz, 1963). Hal ini disebabkan transmisi moneter banyak berkaitan dengan pola hubungan antara berbagai variabel ekonomi dan keuangan yang selalu berubah sejalan dengan perkembangan ekonomi negara bersangkutan. Pada kondisi ekonomi yang masih tradisional dan tertutup dengan perbankan sebagai satu-satunya lembaga keuangan, hubungan antara uang beredar dengan aktivitas ekonomi riil pada umumnya masih relatif erat. Dengan semakin majunya sektor keuangan, keterkaitan uang beredar dengan sektor riil dapat merenggang. Sebagian dana yang dimobilisasi oleh lembaga keuangan dapat terus berputar di sektor keuangan saja dan tidak berpengaruh pada sektor riil.

Pola hubungan variabel-variabel ekonomi dan keuangan yang berubah dan semakin tidak erat tersebut jelas akan berpengaruh pada lamanya tenggat waktu mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Kompleksitas mekanisme transmisi juga berkaitan dengan perubahan pada peran dan cara bekerjanya saluran-saluran transmisi moneter dalam perekonomian. Pada perekonomian yang tradisional dengan peran perbankan yang masih dominan dan produknya yang relatif belum berkembang, biasanya peranan saluran uang juga masih dominan dengan pola hubungan antara berbagai aktivitas ekonomi yang relatif stabil pula. Namun demikian, dengan semakin berkembangnya perbankan dan pasar keuangan, semakin banyak pula produk keuangan yang ditransaksikan dengan jenis transaksi keuangan yang semakin bervariasi pula. Demikian pula pada perekonomian yang terbuka, perkembangan ekonomi dan keuangan di suatu negara akan dipengaruhi pula oleh perkembangan ekonomi dan keuangan di negara lain yang terjadi antara lain melalui perubahan nilai tukar, volume ekspor dan impor, ataupun besarnya arus dana masuk dan keluar dari negara yang bersangkutan. Pada kondisi demikian, peranan saluran yang lain, seperti suku bunga, kredit, dan nilai tukar juga menjadi semakin penting dalam transmisi kebijakan moneter. Peranan saluran harga aset lainnya, seperti obligasi dan saham, dan saluran ekspektasi juga semakin perlu diperhatikan.

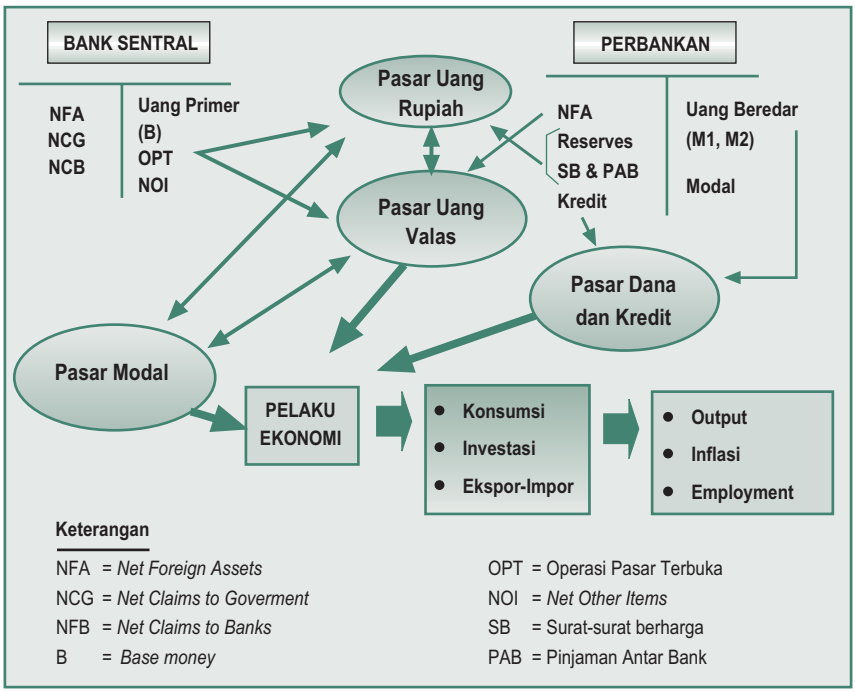
Transmisi Moneter dan Proses Perputaran Uang

Pemahanan mengenai pengertian dan kompleksitas transmisi kebijakan moneter barangkali akan lebih jelas apabila ditempatkan pada proses perputaran uang dalam perekonomian.[4] Dalam kaitan ini, transmisi kebijakan moneter pada dasarnya menunjukkan interaksi antara bank sentral, perbankan dan lembaga keuangan lain, dan pelaku ekonomi di sektor riil melalui dua tahap proses perputaran uang. Pertama, interaksi yang terjadi di pasar keuangan, yaitu interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan lembaga keuangan lainnya dalam berbagai aktivitas transaksi keuangan. Kedua, interaksi yang berkaitan dengan fungsi

4 Untuk memahami peranan uang dalam perekonomian, baca Solikin dan Suseno, Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian, Buku Seri Kebansentralan No. 1, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bank Indonesi, 2002.

intermediasi, yaitu interaksi antara perbankan dan lembaga keuangan lainnya dengan para pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi di sektor riil. Kedua tahap interaksi transmisi kebijakan moneter dalam proses perputaran uang tersebut dapat digambarkan dengan skema berikut.

Skema 2:
Transmisi Moneter dalam Proses Perputaran Uang



Interaksi di pasar keuangan

Interaksi melalui pasar keuangan terjadi karena di satu sisi bank sentral melakukan pengendalian moneter melalui transaksi keuangan yang dilakukan dengan perbankan sesuai dengan arah dan sasaran kebijakan moneter yang telah ditetapkannya. Sementara di sisi lain, perbankan dan lembaga keuangan lainnya melakukan transaksi keuangan untuk portfolio investasinya baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabahnya. Interaksi ini dapat terjadi baik melalui pasar uang rupiah,

pasar uang valuta asing, maupun pasar modal. Adanya interaksi antara bank sentral dengan perbankan seperti ini akan berpengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap perkembangan volume maupun harga-harga (suku bunga, nilai tukar, yield obligasi ataupun harga saham) yang terjadi di ketiga pasar keuangan tersebut.

Secara lebih rinci terjadinya interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan pengaruhnya terhadap pasar keuangan dapat dijelaskan sebagai berikut. Interaksi di pasar uang rupiah terjadi ketika bank sentral, dalam melaksanakan kebijakan moneternya untuk mencapai sasaran akhir, melakukan operasi moneter untuk mencapai sasaran operasional yang ditetapkan, apakah target uang primer atau suku bunga jangka pendek.[5] Sementara itu, bank-bank dalam pengelolaan likuiditasnya melakukan transaksi di pasar uang rupiah untuk menjaga posisi rekeningnya di bank sentral (*bank reserve position*) sesuai dengan ketentuan GWM yang ditetapkan, penanaman dana dalam surat-surat berharga, maupun untuk pinjam-meminjam antarbank (PUAB). Interaksi demikian akan berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga jangka pendek seperti suku bunga PUAB dan SBI, posisi uang primer dan *bank reserve*, transaksi dan posisi investasi pada sekuritas jangka pendek seperti volume PUAB, SBI, dan *Treasury bills*. Sebagai contoh, dalam hal bank sentral ingin melakukan pelonggaran kebijakan moneternya, ekspansi moneter yang dilakukannya akan meningkatkan likuiditas di pasar uang rupiah sehingga suku bunga SBI dan PUAB akan menurun.

Interaksi di pasar uang valuta asing terjadi ketika di satu sisi bank sentral dalam kondisi tertentu perlu melakukan sterilisasi atau intervensi di pasar valuta asing sebagai bagian dari operasi moneter untuk mencapai sasaran operasional yang ditetapkan dan sekaligus dalam rangka upaya stabilisasi nilai tukar. Di sisi lain, bank-bank dalam operasinya melakukan transaksi valuta asing baik untuk kepentingannya sendiri ataupun untuk memenuhi permintaan nasabahnya. Interaksi antara bank sentral dan perbankan ini akan berpengaruh terhadap perkembangan nilai tukar dan volume transaksi valuta asing maupun posisi cadangan devisa yang dimiliki bank sentral dan perbankan. Sebagai contoh, apabila bank sentral

[5] Untuk penjelasan mengenai sasaran akhir, sasaran antara, sasaran operasional, dan instrumen dalam kerangka operasional kebijakan moneter, lihat Perry Warjiyo dan Solikin, op. cit., hal. 23-25.

ingin menstabilkan nilai tukar yang sedang melemah, intervensi yang dilakukannya akan menambah pasokan valuta asing di pasar sehingga nilai tukar dapat kembali menguat dan stabil.

Interaksi antara bank sentral dengan perbankan di pasar uang rupiah dan valuta asing tersebut akan berpengaruh pula terhadap perkembangan di pasar modal. Hal ini terjadi karena investor pada umumnya menanamkan dananya dalam suatu portfolio investasi yang terdiri dari instrumen atau produk yang ditransaksikan di pasar uang, pasar valas, dan pasar modal. Portfolio investasi dimaksud meliputi tidak saja saham dan obligasi korporasi, tetapi juga simpanan di bank baik dalam rupiah maupun valuta asing, SBI, obligasi pemerintah ataupun *Treasury bills*. Dengan demikian, pergerakan likuiditas, volume transaksi, suku bunga, dan nilai tukar di pasar uang berpengaruh pula pada perkembangan harga dan volume perdagangan saham dan obligasi korporasi di pasar modal.

Interaksi melalui fungsi intermediasi

Tahap kedua dari transmisi kebijakan moneter dalam proses perputaran uang melibatkan interaksi antara perbankan dengan para pelaku ekonomi. Hal ini terjadi karena fungsi intermediasi perbankan dalam memobilisasi simpanan dari masyarakat dan dalam menyalurkan kredit dan bentuk pembiayaan lain kepada dunia usaha. Pertama-tama interaksi ini akan berpengaruh pada perkembangan volume dan suku bunga di pasar dana dan kredit. Di sisi mobilisasi dana, interaksi tersebut berpengaruh terhadap volume dan suku bunga giro, tabungan dan deposito sehingga bepengaruh pula terhadap perkembangan uang beredar (M1 dan M2), permintaan uang, dan tabungan masyarakat. Sebagai contoh, dalam hal perbankan ingin meningkatkan mobilisasi dana dari masyarakat, suku bunga simpanan akan naik dan demikian pula minat dan volume simpanan masyarakat di perbankan. Sementara di sisi penyaluran dana, interaksi tersebut akan berpengaruh pada perkembangan kredit perbankan yang disalurkan kepada dunia usaha untuk pembiayaan investasi dan produksinya. Sebagai contoh, dalam hal perbankan ingin meningkatkan ekspansi kredit, suku bunga kredit akan cenderung turun dan demikian pula minat dan volume permintaan kredit dari dunia usaha.

Intermediasi perbankan juga berpengaruh terhadap perkembangan pasar modal baik ditinjau dari sisi penanaman dana oleh para investor maupun dari sisi sumber pembiayaan oleh perusahaan emiten. Seperti disinggung di atas, penanaman dana oleh investor dalam portfolio investasinya tidak saja terdiri dari saham dan obligasi korporasi tetapi mencakup pula simpanan di perbankan, dan karenanya perkembangan volume dan suku bunga simpanan perbankan akan berpengaruh pula terhadap volume perdagangan dan harga saham dan obligasi. Sebagai contoh, apabila suku bunga simpanan di bank cenderung menurun, investor akan mengalihkan sebagian simpanannya di bank ke penanaman dalam bentuk saham dan obligasi. Sementara itu, pengaruh intermediasi perbankan terhadap penyediaan pembiayaan kepada dunia usaha melalui pasar modal terjadi karena dunia usaha memenuhi kebutuhan pembiayaannya tidak hanya dari kredit perbankan tetapi juga dari emisi saham dan obligasi di pasar modal. Misalnya, dalam hal suku bunga kredit relatif tinggi atau perbankan membatasi ekspansi kreditnya, maka dunia usaha akan meningkatkan usahanya dengan pembiayaan dari emisi saham atau obligasi melalui pasar modal.

Interaksi antara perbankan/pasar keuangan dengan para pelaku ekonomi baik secara langsung melalui fungsi intermediasi perbankan maupun secara tidak langsung melalui pasar modal seperti digambarkan di atas jelas akan berpengaruh besar terhadap perkembangan berbagai aktivitas perekonomian. Dari sisi produksi, perkembangan pembiayaan dalam bentuk kredit perbankan maupun emisi saham dan obligasi korporasi akan berpengaruh terhadap kemampuan produksi dunia usaha sehingga akan menentukan tingkat output riil dari berbagai sektor ekonomi. Sementara itu, dari sisi permintaan, perkembangan suku bunga kredit perbankan, harga saham, dan yield obligasi akan menentukan besarnya biaya modal (*cost of capital*) dan karenanya akan berpengaruh pada minat investasi dunia usaha. Pengaruhnya terhadap konsumsi masyarakat dapat terjadi baik melalui pendapatan yang diperoleh dari penanaman dana dalam deposito perbankan, saham dan obligasi (*income effect*) maupun biaya yang harus dikeluarkan apabila konsumsi tersebut dibiayai dari kredit perbankan (*substitution effect*). Demikian pula pengaruhnya terhadap ekspor-impor terjadi baik melalui perkembangan nilai tukar maupun volume dan suku bunga kredit, emisi saham dan obligasi yang diperlukan

untuk pembiayaan kegiatan ekspor-impor dimaksud. Dengan demikian, secara keseluruhan interaksi antara perbankan dan pasar keuangan dengan pelaku ekonomi tersebut pada akhirnya akan menentukan tingkat inflasi, output riil, dan kesempatan kerja dalam perekonomian.

Pentingnya Transmisi Moneter bagi Teori dan Kebijakan Moneter.

Kompleksitas mekanisme transmisi kebijakan moneter seperti diuraikan di atas menuntut perlunya analisis dan riset untuk memetakan bekerjanya berbagai saluran transmisi yang ada, apakah saluran uang beredar, kredit, suku bunga, nilai tukar, harga aset ataupun ekspektasi, sesuai dengan perkembangan ekonomi dan keuangan yang terjadi. Dalam kaitannya dengan teori dan kebijakan moneter, studi mengenai transmisi moneter seperti ini biasanya bertujuan untuk mengkaji dua aspek penting. Yang pertama adalah untuk mengetahui saluran transmisi mana yang paling dominan dalam ekonomi untuk dipergunakan sebagai dasar bagi perumusan strategi kebijakan moneter. Apabila saluran uang beredar masih paling dominan, misalnya, maka strategi kebijakan moneter dengan penargetan uang beredar masih relevan dipergunakan. Namun demikian, apabila saluran suku bunga atau saluran nilai tukar menjadi yang paling dominan, maka perlu dipertimbangkan penargetan suku bunga atau penargetan nilai tukar sebagai strategi kebijakan moneter.

Yang kedua adalah untuk mengetahui seberapa kuat dan lamanya tenggat waktu masing-masing saluran transmisi tersebut bekerja, baik dari sejak tindakan moneter dilakukan bank sentral ke perubahan masing-masing saluran maupun dari saluran transmisi ke perubahan inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Analisis seperti itu penting untuk menentukan variabel ekonomi dan keuangan mana yang paling kuat dijadikan *leading indicators* terhadap pergerakan inflasi dan pertumbuhan ekonomi ke depan serta variabel mana sebagai indikator untuk penentuan sasaran operasional kebijakan moneter. Dengan demikian, apabila uang beredar, kredit, suku bunga dan nilai tukar relatif kuat dalam mempengaruhi pergerakan ekonomi dan inflasi ke depan, maka variabel-variabel ini perlu dipergunakan dalam membangun *leading indicators*. Dari variabel-variabel ini pula dapat dipilih mana yang paling tepat dipergunakan sebagai sasaran operasional, misalnya apa uang primer atau suku bunga. Sementara

itu, analisis mengenai profil tenggat waktu dari saluran-saluran transmisi tersebut sangat diperlukan untuk menyusun strategi kebijakan moneter secara *forward looking*. Dengan memahami lamanya tenggat waktu dari sejak kebijakan moneter ditempuh hingga pengaruhnya terhadap inflasi dan pertumbuhan ekonomi, bank sentral dapat lebih mampu mengarahkan kebijakan moneter yang ditempuhnya saat ini pada sasaran akhir yang ditetapkan ke depan.

Dengan pemikiran demikian, pemahaman yang utuh dan mendalam mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter penting baik ditinjau dari sisi praktek perumusan kebijakan moneter oleh bank sentral maupun dari sisi pemahaman dan pengembangan teori ekonomi moneter dalam dunia akademis. Bank sentral jelas akan sulit untuk dapat merumuskan kebijakan moneter tanpa memahami transmisi moneter secara baik. Pemahaman mekanisme transmisi kebijakan moneter akan sangat menentukan efektivitas kebijakan moneter dalam mencapai sasaran akhir yang telah ditetapkan. Sebagian besar otoritas moneter dan para ekonom sepakat bahwa kebijakan moneter dapat mempengaruhi aktivitas ekonomi riil dalam jangka pendek, meskipun dalam jangka panjang kebijakan moneter hanya berpengaruh terhadap inflasi. Namun demikian, masih terjadi perdebatan mengenai bagaimana persisnya kebijakan moneter mempengaruhi ekonomi riil (Friedman, 1995). Dalam kaitan ini, pemahaman mengenai transmisi moneter dapat memberikan gambaran bagaimana, seberapa kuat, dan berapa lama kebijakan moneter dapat berpengaruh terhadap aktivitas ekonomi riil dan pencapaian sasaran akhir yang ditetapkan. Demikian sebaliknya, kelemahan dalam memahami mekanisme transmisi moneter akan menyebabkan kurang efektifnya kebijakan moneter tidak saja dalam mempengaruhi aktivitas ekonomi riil tetapi juga dalam mencapai sasaran akhir yang ditetapkan.

Bagi dunia akademis, studi mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter akan semakin memperkaya pemahaman mengenai bagaimana kebijakan moneter berpengaruh terhadap perekonomian dan pengembangan teori maupun asumsi-asumsi yang melandasinya. Dalam tataran teoritis, studi mengenai transmisi moneter pada mulanya mengacu pada peranan uang dalam perekonomian, seperti pertama kali dijelaskan oleh *Quantity Theory of Money* (Fisher, 1911) yang mengandung makna

adanya hubungan langsung dan sistematis antara pertumbuhan uang beredar dengan inflasi dan output riil. Debat mengenai bagaimana pengaruh kebijakan moneter terhadap perekonomian dalam konteks pandangan para ekonom Klasik dengan para ekonom Keynessian juga mendasarkan pada fungsi uang sebagai media transaksi dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Akan tetapi dengan semakin berkembangnya perbankan dan sektor keuangan, dewasa ini muncul pandangan yang mengkritisi pendekatan tradisional dalam teori ekonomi moneter yang mendasarkan pada permintaan uang untuk transaksi tersebut. Stiglitz dan Greenwald (2003), misalnya, berpandangan bahwa kunci untuk memahami ekonomi moneter adalah permintaan dan penawaran dana pinjaman, sehingga memerlukan pemahaman yang lebih mendalam mengenai pentingnya peran bank dan konsekuensi dari ketidaksempurnaan informasi yang sering terjadi di pasar keuangan. Pasar pinjaman tidak dapat disamakan dengan pasar barang, dan karenanya tidak dapat diasumsikan bahwa suku bunga yang terjadi di pasar akan selalu menyeimbangkan besarnya permintaan dan penawaran pinjaman. Resiko kredit macet, apakah disebabkan oleh debitur yang mengalami kegagalan usaha ataupun karena kekuranghati-hatian bank dalam memberikan pinjaman, dapat saja terjadi. Kondisi demikian memperkuat pandangan bahwa adalah perilaku bank dan pasar pinjaman yang lebih berperan dalam teori ekonomi moneter, termasuk dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter, sehingga mendorong Stiglitz dan Greenwald (2003) untuk menyarankan perlunya membangun paradigma baru dalam teori ekonomi moneter.

Dalam tataran empiris, permasalahan mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan topik yang menarik bagi dunia akademis. Bukti-bukti empiris masih perlu terus dikaji tidak saja untuk mempertajam pengembangan teori ekonomi moneter dalam memberikan penjelasan yang rasional dan faktual mengenai fenomena yang sedang berkembang, tetapi juga untuk memberikan masukan bagi bank sentral dalam merumuskan kebijakan moneter. Secara khusus, semakin berkembangnya sektor keuangan dan adanya perubahan dalam struktur perekonomian tidak lagi dapat dijelaskan oleh transmisi moneter melalui saluran uang, suku bunga ataupun nilai tukar saja, tetapi juga dengan saluran pinjaman bank dan

perilaku ekspektasi masyarakat. Berbagai perkembangan ini memerlukan pengembangan teknik-teknik pemodelan maupun bukti-bukti empiris yang mampu menjelaskan dengan lebih baik berbagai mekanisme transmisi kebijakan moneter yang terjadi dalam perekonomian.

Saluran Transmisi Kebijakan Moneter

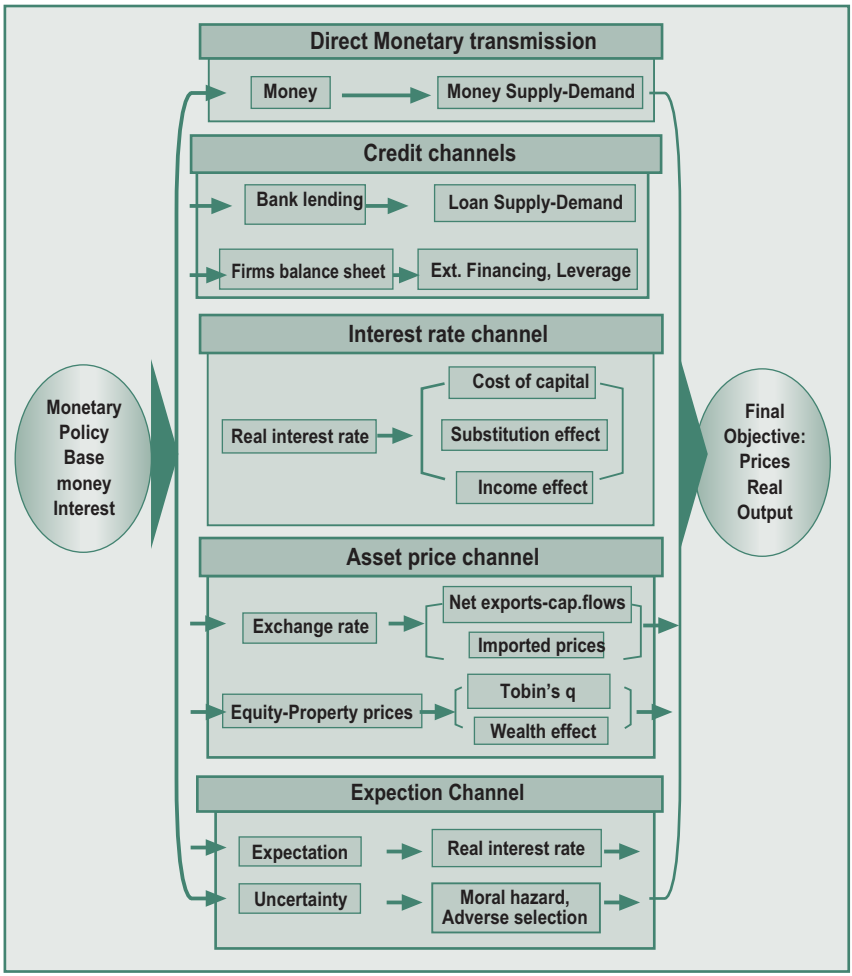
Seperti disinggung di atas, kajian mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter pada mulanya mengacu pada peranan uang dalam perekonomian, yang pertama kali dijelaskan oleh *Quantity Theory of Money* (Fisher, 1911). Dalam perkembangan lanjutan, dengan kemajuan di bidang keuangan dan perubahan dalam struktur perekonomian, terdapat lima saluran mekanisme transmisi kebijakan moneter (*monetary policy transmission channels*) yang sering dikemukakan dalam teori ekonomi moneter (Mishkin, 1995, 1996; Bank for International Settlement, 1997; Kakes, 2000; De Bondt, 2000; Bofinger, 2001). Kelima saluran transmisi moneter dimaksud adalah saluran moneter langsung (*direct monetary channel*), saluran suku bunga (*interest rate channel*), saluran harga aset (*asset price channel*), saluran kredit (*credit channel*), dan saluran ekspektasi (*expectation channel*). Secara lebih jelas kelima saluran transmisi moneter tersebut dapat digambarkan pada skema 3.

Saluran Uang

Seperti dikemukakan di atas, transmisi kebijakan moneter melalui saluran uang (*money channel*) mengacu pada dominasi peranan uang dalam perekonomian, yang pertama kali dijelaskan oleh *Quantity Theory of Money* (Fisher, 1911). Teori ini pada dasarnya menggambarkan kerangka kerja yang jelas mengenai analisis hubungan langsung yang sistematis antara pertumbuhan uang beredar dan inflasi, yang dinyatakan dalam suatu identitas yang dikenal sebagai *"The Equation of Exchange"* sebagai berikut:

$$\mathbf{MV = PT}$$

Skema 3:
Saluran Transmisi Moneter—*Inside the Black Box*



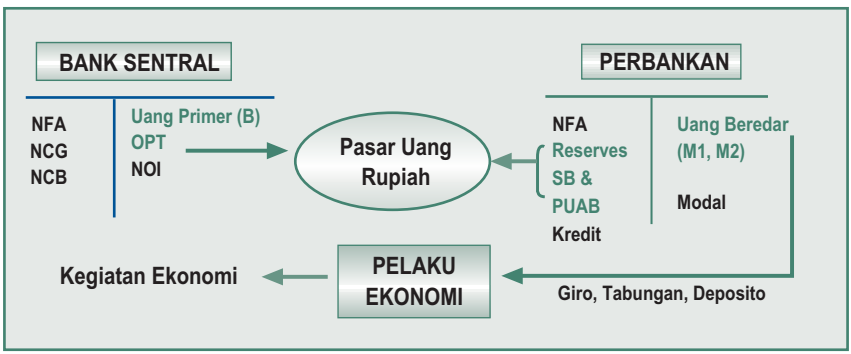
Sumber : De Bondt (2000, hal, 30), dimodifikasi.

dimana jumlah uang beredar (M) dikalikan dengan tingkat perputaran uang atau *income velocity* (V) sama dengan jumlah output atau transaksi ekonomi/output riil (T) dikalikan dengan tingkat harga (P). Dengan kata lain, dalam keseimbangan, jumlah uang beredar yang digunakan dalam

seluruh kegiatan transaksi ekonomi (MV) sama dengan jumlah output nominal, dihitung dengan harga yang berlaku, yang ditransaksikan dalam ekonomi (PT).

Dalam konteks interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan para pelaku ekonomi seperti diuraikan di atas, mekanisme transmisi moneter melalui saluran uang merupakan konsekuensi langsung dari proses perputaran uang dalam perekonomian. Dalam kaitan ini, bank sentral melakukan operasi moneter untuk pengendalian uang beredar (M1, M2) melalui pencapaian sasaran operasional uang primer atau *base money* (B). Di sisi lain, bank-bank perlu mengelola likuiditasnya dalam bentuk cadangan dana yang dapat dipergunakan sewaktu-waktu (*bank reserve*s) dari sisi aset dan pendanaan dari simpanan masyarakat dalam bentuk uang beredar (M1, M2) dari sisi *liabilitie*s. Selanjutnya para pelaku ekonomi menyimpan dan menggunakan uang beredar (M1, M2) untuk kegiatan ekonominya. Mekanisme ini dapat digambarkan pada skema 4 berikut ini.

Skema 4:
Mekanisme Transmisi Saluran Uang



Secara matematis, mekanisme transmisi saluran uang dalam dua tahap proses perputaran uang tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut. Pada tahap pertama, interaksi antara bank sentral dengan perbankan pada pasar uang rupiah ditunjukkan dengan *money multiplier* (m) antara *Base Money* (B) dengan Uang Beredar (M), yaitu:

$$\mathbf{m = M/B}$$

Pada tahap kedua, interaksi melalui fungsi intermediasi antara perbankan dan pelaku ekonomi ditunjukkan dengan hubungan antara uang beredar dengan transaksi ekonomi seperti pada *Quantity Theory of Money* di atas.[6] Dalam hubungan ini, jumlah uang beredar yang diperlukan dalam ekonomi dapat dihitung sebagai berikut:

$$M = PT/V$$

Dengan demikian, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran uang dimulai dengan tindakan bank sentral mengendalikan uang primer atau *base money* (B) sesuai dengan sasaran akhir yang ingin dicapai. Kemudian uang primer ini, dengan proses *money multiplier*, ditransmisikan ke jumlah uang beredar (M1, M2) sesuai dengan permintaan masyarakat. Pada akhirnya uang beredar akan mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi, khususnya inflasi dan output riil karena peranannya untuk pemenuhan kebutuhan transaksi ekonomi oleh para pelaku ekonomi.

Saluran Kredit

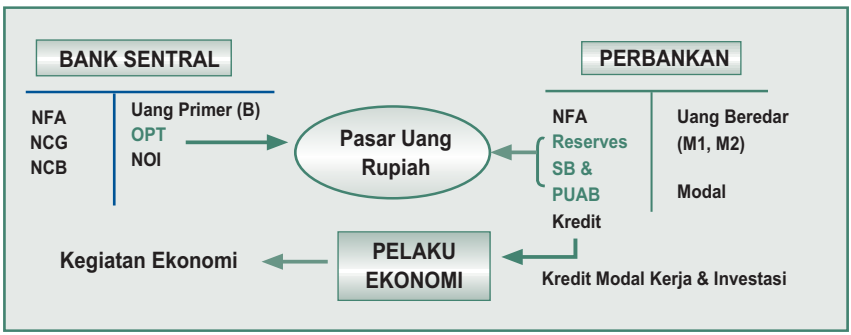
Seperti dijelaskan di atas, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran uang secara implisit beranggapan bahwa semua dana yang dimobilisasi perbankan dari masyarakat dalam bentuk uang beredar (M1, M2) dipergunakan untuk pendanaan aktivitas sektor riil melalui penyaluran kredit perbankan. Dalam kenyataannya, anggapan seperti tidak selamanya benar. Selain dana yg tersedia, perilaku penawaran kredit perbankan juga dipengaruhi oleh persepsi bank terhadap prospek usaha debitur dan kondisi perbankan itu sendiri seperti pemodalan (CAR), jumlah kredit macet (NPL), dan *Loan to Deposit Ratio* (LDR). Selain itu, tidak semua permintaan kredit debitur dapat dipenuhi oleh bank-bank, khususnya karena kondisi keuangan debitur yang dinilai oleh bank tidak feasibel antara lain karena tingginya rasio utang terhadap modal (*leverage*), risiko kredit macet, *moral hazard*, dan sebagainya. Adanya informasi yang tidak simetris (*assymetric information*) antara bank dengan debitur seperti itu dapat menyebabkan pasar kredit tidak selalu berada dalam keseimbangan.

---

[6] Cara lain yang dapat ditempuh untuk menentukan jumlah uang beredar adalah dengan memperkirakan permintaan uang oleh masyarakat, misalnya dengan fungsi: M/P= h (Y, r, e) dimana Y=output riil, r=suku bunga, dan e=nilai tukar.

Berdasarkan pertimbangan di atas, tidak seperti pada saluran uang, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran kredit didasarkan pada asumsi bahwa tidak semua simpanan masyarakat dalam bentuk uang beredar (M1, M2) oleh perbankan selalu disalurkan sebagai kredit kepada dunia usaha. Dengan kata lain, fungsi intermediasi perbankan tidak selalu berjalan normal, dalam arti bahwa kenaikan simpanan masyarakat tidak selalu diiikuti dengan kenaikan secara proporsional pada kredit yang disalurkan oleh perbankan. Oleh karena itu, yang lebih berpengaruh terhadap ekonomi riil adalah kredit perbankan dan bukanlah simpanan masyarakat yang tercermin dalam jumlah uang beredar. Mekansime transmisi melalui saluran kredit dapat digambarkan pada skema 5 berikut ini.

Skema 5:
Mekanisme Transmisi Saluran Kredit



Dalam konteks interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan para pelaku ekonomi dalam tahapan proses perputaran uang dalam ekonomi, mekanisme transmisi moneter melalui saluran kredit dapat dijelaskan sebagai berikut. Pada tahap pertama, interaksi antara bank sentral dengan perbankan terjadi di pasar uang rupiah. Seperti telah dijelaskan sebelumnya, interaksi ini terjadi karena di satu sisi bank sentral melakukan operasi moneter untuk pencapaian sasaran operasionalnya baik berupa uang primer (B) ataupun suku bunga jangka pendek, sementara di sisi lain bank-bank melakukan transaksi di pasar uang untuk pengelolaan likuiditasnya. Interaksi ini akan mempengaruhi tidak saja perkembangan suku bunga jangka pendek di pasar uang tetapi juga besarnya dana yang

akan dialokasikan bank-bank dalam bentuk instrumen likuiditas maupun untuk penyaluran kreditnya.

Perbedaan antara saluran uang dengan saluran kredit terletak pada tahapan selanjutnya dari proses perputaran uang dalam ekonomi. Saluran kredit lebih menekankan pentingnya pasar kredit dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter yang tidak selalu berada dalam kondisi keseimbangan karena adanya *assymetric information* atau sebab-sebab lain. Dalam kaitan ini, terdapat dua jenis saluran kredit yang akan mempengaruhi transmisi moneter dari sektor keuangan ke sektor riil, yaitu saluran kredit bank (*bank lending channel*) dan saluran neraca perusahaan (*firms balance sheet channel*). Saluran kredit bank lebih menekankan pada perilaku bank yang cenderung melakukan seleksi kredit karena informasi asimetris atau sebab-sebab lain tersebut. Di sisi lain, saluran neraca perusahaan lebih menekankan pada kondisi keuangan perusahaan yang berpengaruh dalam penyaluran kredit, khususnya kondisi *leverage* perusahaan.

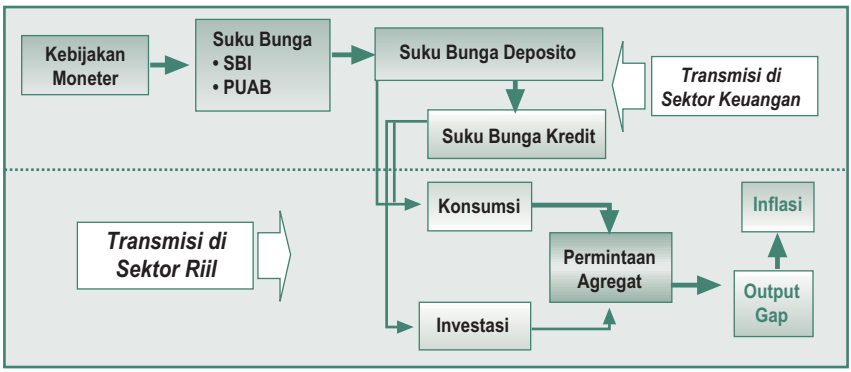
Saluran kredit manapun yang diyakini lebih berperan, yang jelas tahapan selanjutnya transmisi kebijakan moneter dari perbankan ke sektor riil melalui saluran kredit dipengaruhi oleh kondisi pada pasar kredit. Perkembangan kredit perbankan selanjutnya akan berpengaruh pada inflasi dan sektor riil (output) melalui dua hal. Yang pertama adalah melalui perkembangan investasi, yaitu pengaruh volume kredit perbankan dan pengaruh suku bunga kredit sebagai bagian dari biaya modal (*cost of capital*) terhadap permintaan investasi dan aktivitas produksi perusahaan. Dan yang kedua adalah melalui perkembangan konsumsi, yaitu pengaruh volume kredit konsumsi perbankan, di samping pengaruh suku bunga kredit, terhadap konsumsi sektor rumah tangga baik karena efek substitusi (*substitution effect*) maupun efek pendapatan (*income effect*). Pengaruh melalui investasi dan konsumsi tersebut akan berdampak pada besarnya permintaan agregat dan pada akhirnya akan menentukan tingkat inflasi dan output riil dalam ekonomi.

Saluran Suku Bunga

Berbeda dengan saluran uang dan kredit yang mementingkan aspek kuantitas dari proses perputaran uang dalam ekonomi, saluran suku bunga

(*interest rate channel*) lebih menekankan pentingnya aspek harga di pasar keuangan terhadap berbagai aktivitas ekonomi di sektor riil. Dalam kaitan ini, kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral akan berpengaruh terhadap perkembangan berbagai suku bunga di sektor keuangan dan selanjutnya akan berpengaruh pada tingkat inflasi dan output riil. Secara jelas, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran suku bunga digambarkan pada skema 6 berikut ini.

Skema 6:
Mekanisme Transmisi Saluran Suku Bunga



Dalam konteks interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan para pelaku ekonomi dalam proses perputaran uang, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran suku bunga dapat diterangkan sebagai berikut. Pada tahap pertama, kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral akan berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga jangka pendek (misalnya suku bunga SBI dan PUAB) di pasar uang rupiah. Perkembangan ini selanjutnya akan mempengaruhi suku bunga deposito yang diberikan perbankan pada simpanan masyarakat dan suku bunga kredit yang dibebankan bank-bank kepada para debiturnya. Proses transmisi suku bunga tersebut biasanya tidak berlangsung secara segera, atau terdapat tenggat waktu, terutama karena kondisi internal perbankan dalam manajemen aset and kewajibannya (ALMA—*Asset and Liability Management*).

Pada tahap kedua, transmisi suku bunga dari sektor keuangan ke sektor riil akan tergantung pada pengaruhnya terhadap permintaan konsumsi dan

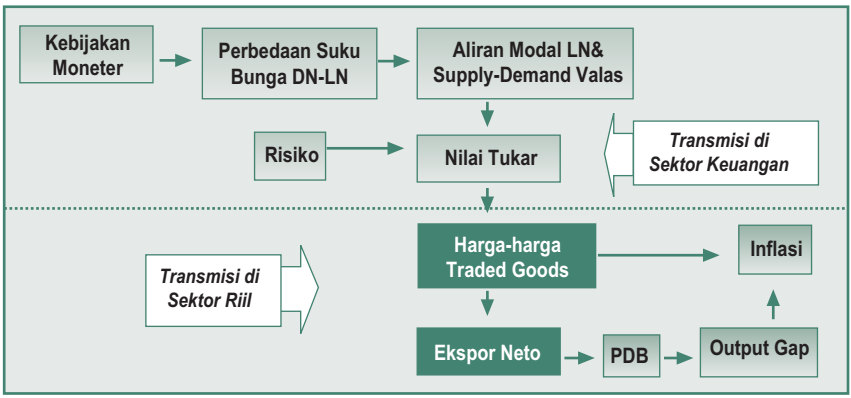
investasi dalam perekonomian. Pengaruh suku bunga terhadap permintaan konsumsi terjadi terutama karena bunga deposito merupakan komponen dari pendapatan masyarakat (*income effect*) dan bunga kredit sebagai pembiayaan konsumsi (*substitutsion effect*). Sementara itu, pengaruh suku bunga terhadap permintaan investasi terjadi karena suku bunga kredit merupakan komponene biaya modal (*cost of capital*), di samping yield obligasi dan dividen saham, dalam pembiayaan investasi. Pengaruh melalui investasi dan konsumsi tersebut selanjutnya akan berdampak pada besarnya permintaan agregat dan pada akhirnya akan menentukan tingkat inflasi dan output riil dalam ekonomi.

Saluran Nilai Tukar

Seperti halnya saluran suku bunga, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran nilai tukar (*exchange rate channel*) menekankan pentingnya pengaruh perubahan harga aset finansial terhadap berbagai aktivitas ekonomi. Dalam kaitan ini, pentingnya saluran nilai tukar dalam transmisi kebijakan moneter terletak pada pengaruh aset finansial dalam bentuk valuta asing yang timbul dari kegiatan ekonomi suatu negara dengan negara lain. Pengaruhnya tidak saja terjadi pada perubahan nilai tukar tetapi juga pada besarnya aliran dana yang masuk dan keluar suatu negara yang terjadi karena aktivitas perdagangan luar negeri maupun aliran modal investasi dalam neraca pembayaran. Selanjutnya perkembangan nilai tukar dan aliran dana luar negeri tersebut akan berpengaruh terhadap output riil dan inflasi negara yang bersangkutan. Semakin terbuka suatu perekonomian yang disertai dengan sistem nilai tukar yang mengambang dan sistem devisa bebas, maka semakin besar pula pengaruh nilai tukar dan aliran modal luar negeri tersebut. Secara jelas, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran nilai tukar dapat dilihat pada skema 7.

Dalam konteks interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan para pelaku ekonomi proses perputaran uang dalam perekonomian, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran nilai tukar tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut. Pada tahap awal, kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral akan berpengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap perkembangan nilai tukar di pasar valuta asing. Pengaruh langsung terhadap nilai tukar terjadi karena

Skema 7:
Mekanisme Transmisi Saluran Nilai Tukar



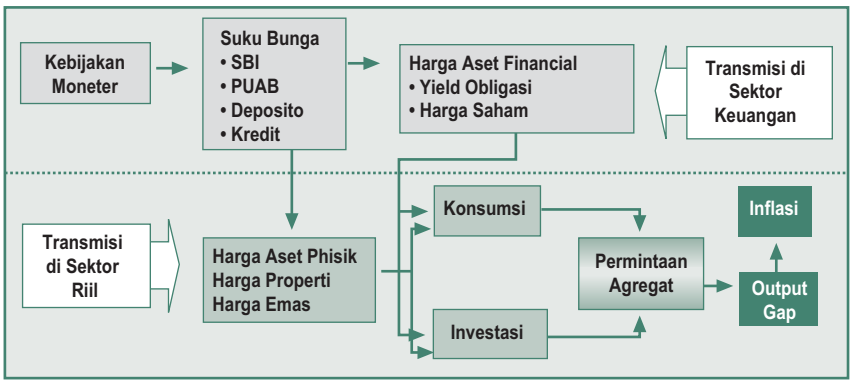
pasokan valuta asing oleh bank sentral baik dalam kaitannya dengan operasi pengendalian moneter melalui sterilisasi valuta asing maupun intervensi dalam rangka upaya stabilisasi nilai tukar. Sementara itu, pengaruh tidak langsung terhadap nilai tukar terjadi karena kebijakan moneter tersebut akan mempengaruhi perkembangan suku bunga di pasar, dan karenanya perbedaan suku bunga dalam negeri dengan luar negeri (*interest rate diffierential*), yang selanjutnya berpengaruh terhadap besarnya aliran dana luar negeri serta permintaan dan penawaran di pasar valuta asing.

Pada tahap selanjutnya, pengaruh nilai tukar terhadap inflasi juga dapat terjadi baik secara langsung (*direct exchange rate pass-thorugh*) maupun secara tidak langsung (*indirect exchange rate pass-through*). Pengaruh secara langsung terjadi karena perkembangan nilai tukar mempengaruhi pola pembentukan harga oleh perusahaan dan ekspektasi inflasi di masyarakat, khususnya terhadap barang dan jasa yang diimpor dari luar negeri baik sebagai barang jadi maupun bahan baku dan barang modal. Sementara itu, pengaruh secara tidak langsung terjadi karena perubahan nilai tukar mempengaruhi khususnya komponen ekspor dan impor dalam permintaan agregat. Perkembangan ini akan berdampak pada besarnya output riil dalam ekonomi yang pada akhirnya akan menentukan besarnya tekanan inflasi dari sisi kesenjangan output.

Saluran Harga Aset

Selain pengaruh melalui nilai tukar terhadap aset valuta asing, kebijakan moneter juga berpengaruh terhadap perkembangan harga-harga aset lain, baik harga aset finansial seperti yield obligasi dan harga saham, maupun harga aset fisik khususnya harga properti dan emas. Transmisi ini terjadi karena penanaman dana oleh para investor dalam portfolio investasinya tidak saja berupa simpanan di bank dan instrumen investasi lainnya di pasar uang rupiah dan valuta asing, tetapi juga dalam bentuk obligasi, saham, dan aset phisik. Dengan demikian, perubahan suku bunga dan nilai tukar maupun besarnya investasi di pasar uang rupiah dan valuta asing akan berpengaruh pula terhadap volume dan harga obligasi, saham, dan aset fisik tersebut. Secara jelas, mekanisme transmisi melalui saluran harga aset dapat dilihat pada skema 8 berikut ini.

Skema 8:
Mekanisme Transmisi Saluran Harga Aset



Pengaruh kebijakan moneter terhadap perkembangan harga aset tersebut selanjutnya akan berdampak pada berbagai aktivitas di sektor riil. Mekanisme transmisi melalui saluran harga aset ini terjadi melalui pengaruhnya terhadap permintaan konsumsi bagi para investor, baik karena perubahan kekayaan yang dimiliki (*wealth effect*) maupun perubahan tingkat pendapatan yang dikonsumsi (*disposable income*) yang timbul dari penerimaan hasil penanaman aset finansial dan aset fisik

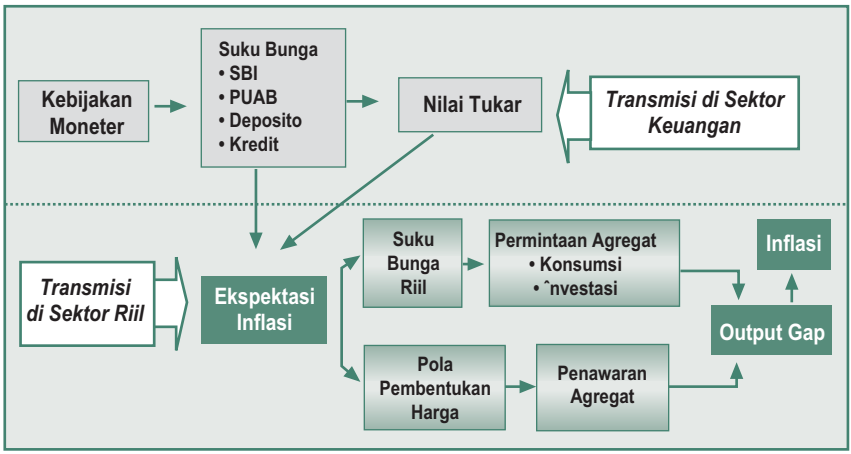
tersebut (*substitution and income effects*). Selain itu, pengaruh harga aset terhadap sektor riil juga terjadi pada permintaan investasi oleh perusahaan. Hal ini disebabakan oleh perubahan harga aset tersebut, baik yield obligasi, return saham dan harga aset properti, berpengaruh terhadap biaya modal yang harus dikeluarkan dalam produksi dan investasi oleh perusahaan. Selanjutnya, pengaruh harga aset pada konsumsi dan investasi tersebut akan mempengaruhi pula permintaan agregat dan pada akhirnya akan menentukan tingkat output riil dan inflasi dalam ekonomi.

Saluran Ekspektasi

Dengan semakin meningkatnya ketidakpastian dalam ekonomi dan keuangan, saluran ekspektasi (*expectation channel*) semakin penting dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter ke sektor riil. Para pelaku ekonomi, dalam menentukan tindakan bisnisnya, akan mendasarkan pada prospek ekonomi dan keuangan ke depan. Mereka akan membentuk persepsi tertentu terhadap kecenderungan perkembangan berbagai indikator ekonomi dan keuangan. Di samping persepsi yang bersifat individual, eskpektasi para pelaku ekonomi dimaksud biasanya akan dipengaruhi pula oleh perkembangan berbagai indikator ekonomi dan keuangan tersebut serta antisipasinya terhadap langkah-langkah kebijakan ekonomi yang ditempuh pemerintah dan bank sentral.

Berkaitan dengan kebijakan moneter, yang paling diperhatikan adalah ekspektasi inflasi yang timbul di masyarakat. Di samping pengaruh perkembangan inflasi yang telah terjadi (*inertia*), ekspektasi inflasi pada umumnya dipengaruhi juga oleh kebijakan moneter yang ditempuh oleh bank sentral, yang ditunjukkan pada perkembangan suku bunga dan nilai tukar. Di sektor keuangan, seperti dijelaskan sebelumnya, kebijakan moneter bank sentral akan mempengaruhi perkembangan suku bunga jangka pendek (misalnya SBI dan PUAB), yang selanjutnya melalui transmisi saluran suku bunga akan berpengaruh pada perkembangan suku bunga perbankan (deposito dan kredit) serta melalui transmisi saluran nilai tukar akan berpengaruh terhadap perkembangan nilai tukar. Semakin kredibel kebijakan moneter, yang antara lain ditunjukkan pada kemampuan dalam mengendalikan suku bunga dan stabilisasi nilai tukar, semakin kuat pula dampaknya terhadap ekspektasi inflasi masyarakat. Dalam kondisi

Skema 9:
Mekanisme Transmisi Saluran Ekspektasi



demikian, ekspektasi inflasi masyarakat akan cenderung mendekati sasaran inflasi yang ditetapkan bank sental dalam kebijakan moneternya. Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran ekspektasi inflasi dapat dijelaskan pada skema 9.

Pada tahap selanjutnya, ekspektasi inflasi yang terjadi di masyarakat akan berpengaruh terhadap berbagai aktivitas di sektor riil. Pengaruh ekspektasi inflasi terhadap permintaan agregat terjadi karena dampaknya terhadap tingkat suku bunga riil yang dipertimbangkan dalam menentukan besarnya permintaan konsumsi dan investasi di masyarakat. Sementara itu, pengaruh ekspektasi inflasi terhadap penawaran agregat terjadi melalui perubahan pola pembentukan harga produk oleh pihak perusahaan. Selanjutnya pengaruh ekspektasi inflasi terhadap permintaan dan penawaran agregat tersebut akan menentukan tingkat inflasi dan output riil dalam ekonomi. Dengan demikian, semakin kredibel kebijakan moneter, semakin rendah pula deviasi ekspektasi inflasi masyarakat dari sasaran inflasi yang ditetapkan bank sentral, dan karenanya semakin kecil pula distorsi yang ditimbulkannya baik terhadap perkembangan output riil maupun efektivitas kebijakan moneter dalam pencapaian sasaran inflasi tersebut.

Transmisi Moneter di Indonesia

Bagi Indonesia, pemahaman mengenai mekanisme transmisi moneter juga sangat penting untuk meningkatkan efektivitas kebijakan moneter dalam mencapai dan menjaga kestabilan harga dan nilai tukar rupiah yang diperlukan guna mendukung proses pemulihan ekonomi. Kebutuhan ini semakin mendesak terutama karena dua pertimbangan, yaitu, pertama, perlunya menjaga stabilitas moneter pasca krisis 1997 dalam mendukung pemulihan ekonomi nasional dan, kedua, semakin besarnya tuntutan terhadap pelaksanaan kebijakan moneter dengan berlakunya UU Bank Indonesia yang baru.

Seperti diketahui bersama, sejak krisis pertengahan tahun 1997 upaya pemeliharaan stabilitas ekonomi makro untuk mendukung proses pemulihan ekonomi Indonesia mengalami tantangan dengan adanya tekanan yang demikian besar terhadap nilai tukar rupiah dan inflasi. Nilai tukar rupiah melemah dan cenderung bergejolak terutama karena besarnya eksposur utang luar negeri Indonesia yang diperberat dengan adanya spekulasi di pasar valuta asing dan ketidakstabilan kondisi sosial politik di dalam negeri. Tekanan inflasi meningkat karena kombinasi dari faktor melemahnya nilai tukar rupiah, kenaikan harga-harga yang diatur Pemerintah Indonesia (*administered prices*) dan meningkatnya ekspektasi inflasi di masyarakat. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, kebijakan moneter telah diarahkan untuk mengendalikan likuiditas di pasar uang melalui pengendalian sasaran operasional uang primer (*base money)* sesuai dengan program IMF. Namun demikian, efektivitas kebijakan moneter tersebut sangat ditentukan oleh bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam mempengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan, khususnya dalam rangka mengendalikan inflasi dan mendukung proses

---

[7] Untuk uraian mengenai penerapan inflation targeting framework di Indonesia, lihat Alamsyah dkk (2000), Sitorus dkk (2000), Boediono (2000), dan Warjiyo (2002).

[8] Seperti dikemukakan, tujuan Bank Indonesia sesuai dengan UU adalah untuk mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah, dalam artian kestabilan harga (inflasi) dan nilai tukar. Dalam kaitan ini, sesuai dengan sistem nilai tukar mengambang yang ditetapkan,

pemulihan sektor riil. Permasalahan menjadi semakin berat dengan kebelumnormalan fungsi intermediasi perbankan yang memegang peran penting dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Pemahaman mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter juga semakin diperlukan dalam rangka meningkatkan kualitas dan efektivitas kebijakan moneter sesuai dengan UU Bank Indonesia, yaitu UU No. 23 Tahun 1999 yang telah diamandemen dengan UU No. 3 Tahun 2004. Dalam kaitan ini, secara implisit UU tersebut telah mengamanatkan kepada Bank Indonesia untuk menerapkan kerangka kerja kebijakan moneter yang di dalam literatur ekonomi sering disebut *Inflation Targeting Framework*.[7] Hal ini terutama dapat dilihat dengan adanya pengaturan di dalam UU tersebut bahwa kebijakan moneter diarahkan untuk mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan Pemerintah setelah berkoordinasi dengan Bank Indonesia serta adanya pengumuman sasaran inflasi dimaksud.[8] Untuk mencapai tujuan tersebut, kepada Bank Indonesia diberikan kewenangan penuh (*instrument independent*) dalam merumuskan dan melaksanakan kebijakan moneter. Dalam kaitan ini, seperti disinggung di depan, dalam melaksanakan kebijakan moneter Bank Indonesia mempunyai instrumen moneter antara lain Operasi Pasar Terbuka (OPT), intervensi rupiah, sterilisasi valuta asing, fasilitas diskonto, Giro Wajib Minimum (GWM), dan Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI).

Dengan dua pertimbangan di atas, pemahaman yang jelas mengenai mekanisme transmisi moneter sangat penting untuk meningkatkan kualitas dan efektivitas kebijakan moneter, khususnya dalam rangka penerapan kerangka kerja *inflation targeting*. Berdasarkan kerangka kerja *inflation targeting*, kebijakan moneter yang ditempuh saat ini harus diarahkan untuk mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan ke depan. Dengan demikian, dengan mempertimbangkan bahwa pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi dan output riil memerlukan tenggat waktu, strategi kebijakan moneter harus dirumuskan secara *forward looking* agar sasaran inflasi tersebut dapat dicapai. Permasalahan adalah bahwa pengaruh kebijakan

---

perkembangan nilai tukar rupiah didasarkan pada permintaan dan penawaran sesuai dengan mekanisme pasar. Bank Indonesia akan tetap menjaga kestabilan nilai tukar rupiah tersebut terutama untuk menghindari gejolak yang berlebihan dan dalam rangka mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan, bukan untuk mencapai suatu target nilai tukar rupiah pada tingkat atau kisaran tertentu.

moneter tersebut terhadap ekonomi riil dan inflasi, seperti telah dijelaskan secara panjang lebar dalam bagian sebelumnya, bekerja melalui berbagai saluran transmisi moneter. Di sinilah letak pentingnya pemahaman yang jelas dan lengkap mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter untuk perumusan dan pelaksanaan kebijakan moneter secara *forward looking* tersebut.

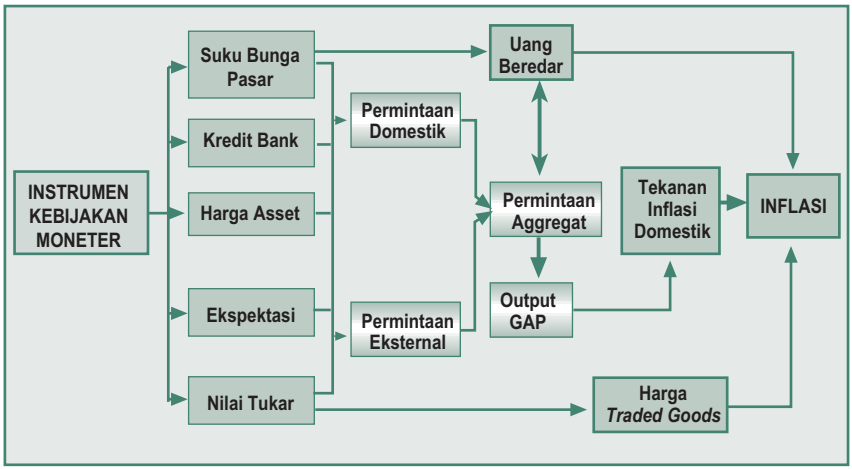
Studi mengenai transmisi moneter juga penting untuk memahami kekuatan relatif dari masing-masing saluran dalam mentransmisikan kebijakan moneter dalam rangka mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan. Studi seperti ini sangat berguna dalam menyusun dan memilih berbagai indikator kunci dari perkembangan ekonomi dan keuangan sebagai dasar perumusan kebijakan moneter. Seperti ditekankan oleh Svensson (1997), mengingat penggunaan sasaran antara (selain prakiraan inflasi ke depan) tidak lagi tepat dalam *inflation targeting framework*, bank-bank sentral yang menerapkan *inflation targeting framework* lebih mengutamakan penggunaan beberapa indikator ekonomi dan keuangan tertentu sebagai *policy indicators*, yaitu indikator yang mengandung informasi mengenai pergerakan ekonomi dan inflasi ke depan.[9] Berbagai *policy indicators* tersebut dapat disusun melalui studi mekanisme transmisi moneter karena studi demikian dapat memberikan petunjuk mengenai indikator-indikator ekonomi dan keuangan mana yang paling berperan dalam mentransmisikan kebijakan moneter ke inflasi dan output riil. Sebagai contoh adalah *Monetary Condition Index* (MCI) yang pernah diterapkan di Kanada dan *New Zealand* ataupun besaran uang beredar dalam arti luas di Spanyol.

Pemetaan Mekanisme Transmisi Moneter

Mengingat pentingnya bagi kebijakan moneter tersebut, sejumlah pemikiran dan kajian pernah dikemukakan mengenai bekerjanya

[9] Mengingat policy indicators tersebut mengandung informasi yang dapat menunjukkan pergerakan inflasi dan ekonomi ke depan, maka penggunaannya lebih ditekankan pada fungsinya sebagai dasar perumusan kebijakan moneter yang saat ini ditempuh agar dapat mempengaruhi dan mengarahkan pergerakan inflasi tersebut sesuai sasaran yang ditetapkan. Dengan kata lain, policy indicators tersebut bukalah berfungsi sebagai sasaran antara (intermediate target) itu sendiri yang harus dicapai oleh kebijakan moneter.

Skema 10:
Mekanisme Transmisi dan Kebijakan Moneter



mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia. Secara umum mekanisme transmisi dimaksud dapat digambarkan dalam skema 10 berikut. Dalam skema itu terlihat bahwa kebijakan moneter yang ditempuh Bank Indonesia, misalnya melalui OPT dengan lelang SBI, akan berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga SBI dan uang primer. Selanjutnya operasi moneter ini akan berpengaruh terhadap perkembangan uang beredar, suku bunga, kredit perbankan, harga aset, nilai tukar, dan ekspektasi inflasi di masyarakat. Berbagai perkembangan yang mencerminkan bekerjanya saluran-saluran transmisi moneter ini akan berpengaruh terhadap besarnya konsumsi dan investasi yang merupakan komponen permintaan domestik, besarnya ekspor dan impor yang merupakan komponen permintaan eksternal, dan pada akhirnya keseluruhan permintaan agregat. Akan tetapi, besarnya permintaan agregat tersebut tidak selalu akan sama dengan besarnya penawaran agregat yang ditentukan oleh volume produksi barang dan jasa secara nasional. Kesenjangan output yang terjadi dalam ekonomi akan menimbulkan tekanan inflasi dari sisi domestik. Selain itu, tekanan inflasi dari sisi eksternal juga terjadi melalui pengaruh langsung perubahan nilai tukar terhadap perkembangan harga barang-barang yang diimpor dari luar negeri (*traded goods).*

Berbagai studi terus dilakukan oleh Bank Indonesia untuk mengkaji dan memetakan bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter tersebut di Indonesia. Sesuai dengan uraian di atas, untuk mendukung efektivitas kebijakan moneter, studi mengenai hal ini diarahkan pada tiga aspek, yaitu: (i) mengukur kekuatan pengaruh dari masing-masing saluran transmisi moneter, (ii) mengidentifikasi profil tenggat waktu dari saat kebijakan moneter ditempuh hingga sasaran akhir kebijakan moneter melalui masing-masing saluran transmisi moneter, dan (iii) menganalisis saluran transmisi mana yang paling kuat dan dominan bekerja di Indonesia. Dalam kaitan ini, perlu ditekankan bahwa hasil studi mengenai ketiga aspek ini akan banyak dipengaruhi oleh perkembangan yang terjadi dalam ekonomi dan keuangan Indonesia, termasuk terjadinya krisis pada tahun 1997 yang lalu.

Studi-studi awal mengenai hal ini dalam periode sebelum krisis menunjukkan semakin pentingnya saluran suku bunga dalam mentransmisikan kebijakan moneter (Sarwono dan Warjiyo, 1998; Warjiyo dan Zulverdi, 1998). Hal ini didasarkan pada pengamatan mengenai semakin berkembangnya lembaga, produk dan pasar keuangan Indonesia, khususnya sejak langkah-langkah deregulasi keuangan mulai awal dekade 1980-an. Kemajuan ini telah menyebabkan semakin kurang stabilnya permintaan uang dan karenanya menurunnya peran saluran uang dalam transmisi moneter, sementara saluran suku bunga semakin berperan. Boediono (1998) juga sependapat dengan penilaian mengenai semakin pentingnya peran saluran suku bunga relatif dibandingkan dengan saluran uang tersebut, meskipun masih menyarankan penggunaan uang primer sebagai sasaran operasi moneter terutama selama krisis dengan pertimbangan lebih praktis dan pasti sebagai pedoman (*anchor*) dalam pelaksanaan kebijakan moneter.

Sementara itu, Agung (1998) melakukan studi mengenai peran saluran kredit dalam transmisi kebijakan moneter untuk periode sebelum krisis. Sebagai dampak dari kebijakan deregulasi keuangan, saluran kredit bank hanya bekerja melalui bank-bank yang relatif kecil, sementara transmisi melalui bank-bank besar baik kurang berjalan karena kemampuannya dalam memobilisasi dana masyarakat dan memperoleh pinjaman dari luar negeri. Untuk periode setelah krisis, Agung (2000) menunjukkan

bekerjanya transmisi melalui saluran neraca perusahaan, yaitu bahwa respons sektor riil terhadap perubahan kebijakan moneter tergantung pada struktur keuangan perusahaan, segmentasi di pasar keuangan, dan kondisi pasar modal. Selanjutnya, Agung (2001) menemukan bukti empiris adanya fenomena kemandegan kredit perbankan (*credit crunch*) di Indonesia. Temuan ini dapat menjelaskan bahwa adanya penjatahan kredit (*credit rationing*) yang dilakukan oleh perbankan telah memperlemah efektivitas kebijakan moneter dalam mempengaruhi penyaluran kredit yang dibutuhkan untuk pemulihan ekonomi nasional.

Studi yang lebih menyeluruh mengenai mekanisme transmisi moneter dilakukan Bank Indonesia pada tahun 2001 dan didokumentasikan dalam Warjiyo dan Agung (2002). Studi ini memfokuskan pada kajian empiris mengenai transmisi saluran suku bunga, saluran kredit bank dan kondisi neraca perusahaan, saluran nilai tukar, saluran harga aset, dan saluran ekspektasi. Periode yang dikaji mencakup periode sebelum dan sesudah krisis dengan pendekatan estimasi menggunakan model *Vector Autoregressive* (VAR), persamaan struktural, dan survei. Secara keseluruhan hasil studi-studi tersebut memberikan informasi yang sangat berharga mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia, dan bagaimana mekanisme ini mengalami perubahan dengan adanya krisis tahun 1997. Secara khusus, tidak saja studi tersebut menunjukkan perilaku dari masing-masing saluran transmisi moneter, tetapi juga mengindikasikan kekuatan transmisinya baik pada periode sebelum maupun sesudah krisis.

Saluran Uang

Sebelum menjelaskan hasil temuan dari studi transmisi moneter di atas, ada baiknya disampaikan terlebih dahulu bagaimana mekanisme transmisi kebijakan moneter bekerja melalui saluran uang di Indonesia. Transmisi melalui saluran uang telah sejak lama dijadikan dasar kebijakan moneter di Indonesia, termasuk selama Indonesia berada dalam Program IMF dari tahun 1997 hingga tahun 2003 yang lalu. Mekanisme kebijakan moneternya dapat dijelaskan sebagai berikut. Pada awal tahun, Bank Indonesia menetapkan sasaran inflasi yang akan dicapai pada tahun yang

bersangkutan beserta prakiraan beberapa variabel makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, suku bunga, dan nilai tukar rupiah. Berdasarkan sasaran inflasi dan prakiraan variabel-variabel makroekonomi ini, kemudian diperkirakan jumlah uang beredar (M1, M2) sesuai kebutuhan likuiditas dalam perekonomian berdasarkan estimasi fungsi permintaan uang.

Sasaran operasional uang primer (*base money*) ditetapkan berdasarkan estimasi uang beredar tersebut dengan mempertimbangkan perkiraan *money multiplier* dan faktor musiman, khususnya mengenai pola permintaan masyarakat terhadap uang kartal. Sasaran operasional uang primer tersebut ditetapkan secara tahunan, triwulanan, bulanan, mingguan. Dengan demikian, pengendalian moneter yang dilakukan Bank Indonesia dengan Operasi Pasar Terbuka (OPT) khususnya melalui lelang SBI mingguan diarahkan untuk mencapai target uang primer tersebut. Dalam prakteknya, implikasi pengendalian moneter terhadap perkembangan suku bunga SBI juga dipertimbangkan, dalam arti untuk memberikan kesinambungan dan kepastian kepada pasar pola pergerakan suku bunga SBI tersebut.

Dalam perkembangannya, bahkan juga pada periode sebelum krisis, terdapat beberapa faktor yang diperkirakan telah memperlemah bekerjanya transmisi moneter melalui saluran uang di Indonesia. Yang pertama terkait dengan definisi uang beredar yang semakin luas dan lebih sulit diperkirakan perilakunya dengan kemajuan produk dan operasi perbankan dan sektor keuangan. Uang beredar tidak lagi hanya mencakup uang kartal, uang giral maupun tabungan dan deposito saja, tetapi juga meliputi pula *negotiable certificate of deposits* (NCDs) dan instrumen pendanaan lainnya. Bahkan berkembangnya ATMs dan kartu kredit semakin menyebabkan sulitnya memperkirakan perilaku uang beredar tersebut. Faktor kedua berkaitan dengan perilaku masyarakat dalam memegang uang yang juga semakin sulit diperkirakan. Akibatnya, fungsi permintaan uang sebagai dasar memperkirakan kebutuhan uang beredar dalam perekonomian semakin kurang stabil, demikian pula perilaku *velocity of money* dan *money multiplier*.

Dengan perkembangan tersebut, beberapa studi telah dilakukan untuk mengevaluasi efektivitas pengendalian uang primer sebagai sasaran

operasional dalam pelaksanaan kebijakan moneter. Evaluasi mengenai hal ini diletakkan pada dua aspek, yaitu seberapa jauh kestabilan fungsi permintaan uang masyarakat sebagai dasar penentuan sasaran antara uang beredar dan sasaran operasional uang primer (*stabiliity and predictibility issues*), dan seberapa jauh sasaran operasional uang primer dapat dikendalikan dengan instrumen moneter yang ada (*controllobaility issue*). Astiyah (2002), misalnya, mengkaji perilaku permintaan uang dan implikasinya bagi kebijakan moneter di Indonesia. Dari berbagai definisi uang beredar, Astiyah menemukan bahwa hubungan antara uang beredar (M1 dan M2) dengan sasaran akhir inflasi semakin tidak stabil. Bahkan untuk uang primer telah menjadi variabel yang endogen, dalam arti dipengaruhi oleh perkembangan ekonomi dan inflasi, dan karenanya sulit dikendalikan. Hanya permintaan uang kartal (kertas dan logam) secara riil yang relatif stabil. Bukti empiris ini mendukung pandangan bahwa uang beredar merupakan variabel yang semakin lemah untuk dijadikan sebagai *nominal anchor.* Berdasar temuan ini, Astiyah menyarankan untuk beralih pada *inflation targeting* sebagai kerangka kerja kebijakan moneter yang baru.

Sementara itu, Anglingkusumo (2002) meneliti perilaku uang dalam kemampuannya untuk memprediksi pergerakan inflasi ke depan. Dari berbagai definisi uang, hanya uang kartal (kertas dan logam) yang secara konsisten mempunyai daya prediksi yang kuat terhadap inflasi. Transmisinya bekerja baik secara langsung dari uang ke inflasi maupun melalui pengaruh uang kartal terhadap pergerakan nilai tukar dan kemudian ke inflasi. Bukti empiris ini menunjukkan besarnya komitmen Bank Indonesia dalam pengendalian sasaran operasional uang primer dalam kebijakan moneternya. Namun demikian, ke depan dengan meningkatnya kecanggihan inovasi dan perilaku agen di pasar keuangan dan di sektor riil, disarankan agar Bank Indonesia menempuh strategi kebijakan moneter yang lebih transparan dan menggunakan berbagai informasi penting yang berkembang. Lebih lanjut, Anglingkusumo (2002) merekomendasikan strategi dua pilar seperti yang dilakukan oleh *European Central Bank* (ECB), yaitu uang beredar pada pilar yang satu dan berbagai variabel kunci selain uang beredar di pilar yang lain. Dalam kaitan ini, berbagai variabel selain uang beredar ini dapat dirumuskan dari kajian

mekanisme transmisi moneter. Dengan kata lain, upaya peningkatan efektivitas kebijakan moneter memerlukan pemahaman yang lebih mendalam terhadap bekerjanya saluran-saluran lain dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Saluran Kredit

Studi yang dilakukan Agung dkk (2002) merupakan kelanjutan dari studi mengenai saluran kredit yang dilakukan sebelumnya (Agung, 1998; Agung, 2000; Agung dkk, 2001). Secara keseluruhan studi ini memberikan bukti empiris yang lengkap mengenai bekerjanya saluran kredit perbankan (*banks lending channel*) dalam transmisi moneter di Indonesia sebelum dan sesudah krisis. Mempertimbangkan kenyataan adanya ketergantungan debitur terhadap kredit perbankan, studi ini lebih memfokuskan pada pertanyaan apakah kebijakan moneter berpengaruh besar terhadap volume kredit bank. Tiga metode dipergunakan dalam studi ini. Pertama, dengan menggunakan analisis VAR, studi ini menganalisis bagaimana perubahan suku bunga kebijakan moneter berpengaruh terhadap perilaku bank dalam operasinya, baik terhadap deposito, kredit, maupun surat-surat berharga. Kedua, permintaan dan penawaran kredit dianalisis untuk menentukan apakah ketidakseimbangan dalam pasar kredit lebih disebabkan oleh pasokan kredit sebagaimana diindikasikan oleh saluran kredit. Ketiga, data panel individual bank diinvestigasi untuk mengetahui apakah kebijakan moneter berdampak berbeda terhadap karakteristik bank terutama ditinjau dari kekuatan modal dan besarnya aset.

Bukti dari analisis data agregat menunjukkan bahwa kebijakan moneter berpengaruh terhadap kredit perbankan dengan tenggat waktu karena kemampuan bank dalam menghindari penurunan volume deposito dengan menjual surat-surat berharga yang dimilikinya. Ini dilakukan bank untuk memenuhi komitmen kredit yang telah dilakukannya sebelum terjadi perubahan kebijakan moneter tersebut. Bukti empiris lebih jauh menunjukkan bahwa setelah perubahan kebijakan moneter terdapat "*flight to quality*" atas deposito dari bank nasional ke bank asing dan campuran. Kondisi ini dapat menerangkan mengapa kredit dari bank asing dan campuran tidak terlalu sensitif terhadap perubahan kebijakan moneter dibanding bank swasta nasional.

Disagregasi data kredit perbankan ke dalam kredit individual dan korporasi menunjukkan bahwa kredit korporasi relatif kurang sensistif terhadap pengaruh kebijakan moneter, sementara kredit individual mengalami penurunan yang tajam. Hal ini dapat dijelaskan dengan fenomena "*flight to quality*" atas pemilihan debitur oleh perbankan dalam hal terjadi pengetatan moneter, yaitu hanya perusahaan yang benar-benar feasibel saja yang mendapatkan kredit jangka pendek sementara perusahaan yang kurang feasibel dan individual akan menghadapi penjatahan kredit. Dari sisi kelompok bank menurut besarnya modal, bukti empiris dari studi ini menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan moneter lebih kuat pada bank-bank yang modalnya relatif kecil.

Lebih jauh lagi, analisis data *time series* dan panel data dalam studi ini menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan moneter terhadap kredit perbankan dan investasi perusahaan lebih kuat pada periode setelah krisis, khususnya dalam hal terjadi pengetatan moneter. Kurang efektifnya kebijakan moneter dalam mempengaruhi kredit perbankan pada periode sebelum krisis terutama disebabkan oleh kemampuan bank-bank dalam mengakses dana luar negeri. Setelah terjadinya krisis, dengan menurunnya permodalan bank dan tingginya risiko kredit, kenaikan suku bunga yang timbul dari kontraksi moneter meningkatkan probabilitas kemacetan kredit, dan karenanya mendorong bank-bank enggan menyalurkan kredit. Bukti empiris ini mendukung eksistensi pengaruh asimetris kebijakan moneter yang cenderung lebih kuat dalam kondisi resesi dibandingkan dalam periode *booming*.

Sementara itu, studi empiris mengenai saluran neraca perusahaan (*firms balance sheet channel*) pada umumnya memfokuskan pada dua pertanyaan penting dalam transmisi kebijakan moneter. Pertama, apakah kondisi neraca berperan penting dalam mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Kedua, bagaimana kebijakan moneter berpengaruh terhadap kondisi neraca perusahaan dan keputusan investasi mereka. Untuk kasus Indonesia, beberapa studi telah dilakukan sebelumnya dalam konteks pengujian kendala keuangan dalam keputusan investasi perusahaan. Hariss dkk (1994) dan Goeltom (1995) menggunakan model akselerator dalam perilaku investasi dengan menggunakan data panel perusahaan manufaktur selama periode 1983-1989 untuk menyelidiki apakah liberalisasi keuangan

telah mengurangi kendala keuangan dalam keputusan investasi perusahaan. Dalam konteks yang agak berbeda, dengan menggunakan data panel dari perusahaan publik untuk periode 1992-1997, Agung (2000) menyelidiki peran aliran kas dan *leverage* dalam keputusan investasi perusahaan untuk membuktikan bekerjanya saluran neraca perusahaan di Indonesia.

Studi lanjutan mengenai saluran neraca perusahaan dilakukan Agung dkk (2002) dengan memasukkan pula data untuk periode setelah krisis dari 1992-1999. Bukti empiris dari studi ini menunjukkan pentingnya kondisi neraca, khususnya arus kas dan *leverage*, dalam mempengaruhi keputusan investasi perusahaan dan pengaruh tersebut lebih besar pada perusahaan kecil dibandingkan dengan perusahaan besar. Sensitivitas investasi terhadap kondisi neraca perusahaan ternyata meningkat selama periode kontraksi moneter dibandingkan dengan periode ekspansi moneter. Bukti-bukti empiris tersebut menunjukkan pentingnya saluran neraca perusahaan dalam transmisi kebijakan moneter di Indonesia.

Saluran Suku Bunga

Studi yang dilakukan oleh Kusmiarso dkk (2002) mendokumentasikan bukti empiris mengenai bekerjanya transmisi saluran suku bunga pada periode sebelum dan sesudah krisis. Hal ini dilakukan dengan menganalisis bagaimana biaya modal serta efek subsitusi dan pendapatan mentransmisikan perubahan suku bunga yang terjadi karena kebijakan moneter yang ditempuh Bank Indonesia. Hubungan antara suku bunga jangka pendek dan variabel sektor riil diinvestigasi dengan menggunakan uji Granger dan analisis VAR. Lebih dari itu, untuk memperoleh pemahaman yang mendalam tentang perilaku bank-bank dalam bereaksi terhadap perubahan suku bunga jangka pendek, estimasi model struktural juga dilakukan dengan variabel suku bunga PUAB, suku bunga deposito dan suku bunga kredit. Studi ini menggunakan data bulanan baik untuk periode sebelum krisis (Januari 1989 sampai dengan Juni 1997) maupun untuk periode setelah krisis (Juli 1997 sampai dengan Desember 2000) untuk menggambarkan pengaruh krisis.

Bukti empiris dari analisis VAR menunjukkan bahwa pada periode sebelum krisis, suku bunga riil untuk deposito dan kredit investasi

dipengaruhi secara signifikan oleh perubahan suku bunga PUAB. Namun demikian, pertumbuhan investasi tidak sensitif terhadap perkembangan suku bunga kredit terutama karena relatif mudahnya akses perbankan dan dunia usaha terhadap dana luar negeri pada waktu itu. Demikian pula, pertumbuhan konsumsi juga tidak sensitif terhadap perubahan suku bunga deposito antara lain karena suku bunga yang relatif stabil dan rendah. Setelah krisis, studi tersebut menunjukkan bahwa respons suku bunga deposito dan kredit terhadap suku bunga PUAB relatif lebih lemah dibandingkan dengan periode sebelum krisis, antara lain karena kekhawatiran perbankan terhadap risiko kredit macet dan kondisi internal bank lainnya. Di sisi lain, pertumbuhan investasi dipengaruhi secara signifikan oleh suku bunga kredit, demikian pula konsumsi dipengaruhi secara signifikan oleh suku bunga deposito.

Estimasi model struktural memberikan bukti empiris lebih lanjut mengenai perilaku bank dalam penentuan suku bunga, khususnya suku bunga PUAB, deposito dan kredit modal kerja. Untuk penentuan suku bunga PUAB, suku bunga SBI dan kondisi likuiditas bank merupakan faktor dominan pada periode sebelum dan sesudah krisis, dengan pengaruh yang lebih kuat dari suku bunga SBI pada periode sesudah krisis. Kondisi likuiditas menjadi faktor yang lebih relevan pada bank-bank swasta nasional dan BPD, tetapi relatif tidak signifikan pada bank-bank persero dan bank asing-campuran. Untuk penentuan suku bunga deposito, perilaku bank lebih dipengaruhi oleh suku bunga PUAB dan kondisi likuiditasnya. Pengaruh suku bunga PUAB terhadap penentuan suku bunga deposito semakin besar pada periode setelah krisis, sementara pengaruh likuiditas menjadi tidak signifikan terutama karena semakin membaiknya kondisi likuiditas bank-bank.

Sementara itu, penentuan suku bunga kredit perbankan dipengaruhi oleh suku bunga deposito dan kondisi likuiditasnya. Sebelum krisis, bank-bank mempunyia akses dana yang besar dari luar negeri serta dari bank sentral dan PUAB sehingga likuiditas bukan merupakan faktor dominan dalam suku bunga kredit. Namun setelah krisis, likuiditas menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi suku bunga kredit, khususnya bagi bank-bank swasta nasional. Sementara bagi bank asing dan bank campuran, likuiditas tetap bukan merupakan faktor dominan dalam penentuan suku

bunga kredit karena kemampuannya dalam mengakses dana dari luar negeri.

Bukti empiris tersebut juga didukung dari hasil survei yang dilakukan kepada bank-bank, rumah tangga, dan perusahaan. Secara khusus, survei menunjukkan bahwa pada periode setelah krisis perubahan suku bunga SBI ditransmisikan ke berbagai suku bunga ritel perbankan dan ke sektor riil. Bank-bank bereaksi terhadap perubahan suku bunga SBI dengan perubahan pada suku bunga deposito dan kreditnya, meskipun dengan suatu tenggat waktu tertentu. Reaksi bank terhadap perubahan suku bunga relatif lebih cepat dalam hal terjadi kenaikan suku bunga SBI.

Dari hasil studi tersebut terlihat bahwa saluran suku bunga semakin berperan dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter, terutama pengaruhnya terhadap sektor riil melalui perkembangan konsumsi dan investasi. Meskipun demikian, transmisi suku bunga di sektor keuangan masih belum secepat yang diharapkan. Hal ini terutama disebabkan belum berfungsinya secara normal intermediasi perbankan. Dalam kondisi demikian, respons bank-bank terhadap perubahan suku bunga bank sentral terjadi dengan tenggat waktu dan cenderung asimetris khususnya relatif lebih cepat reaksinya dalam hal terjadi kenaikan suku bunga. Dengan semakin pulihnya perbankan dan sektor keuangan, transmisi melalui saluran suku bunga diyakini akan semakin kuat.

Saluran Nilai Tukar

Siswanto dkk (2002) melakukan studi mengenai bekerjanya transmisi moneter melalui saluran nilai tukar dengan membaginya ke dalam dua blok. Blok pertama diarahkan untuk mengukur apakah kebijakan moneter berperan dominan dalam menentukan pergerakan nilai tukar dibandingkan dengan faktor risiko. Sementara blok kedua ditujukan untuk mendeteksi pengaruh nilai tukar ke inflasi baik secara langsung melalui perubahan harga barang-barang yang diimpor (*direct pass-though effect*) maupun secara tidak langsung melalui permintaan agregat dan output (*indirect pass-through effect*). Studi dilakukan dengan analisis VAR yang kemudian dikonfirmasi dengan hasil survei kepada bank-bank, perusahaan, dan rumah tangga. Data bulanan digunakan dari periode 1990:1 sampai dengan

2001:4 dengan pemisahaan periode sebelum dan sesudah krisis untuk menggambarkan perubahan sistem nilai tukar di Indonesia pada Juli 1997, yaitu dari sistem mengambang terkendali (*managed floating system*) ke sistem mengambang bebas (*free floating system*).

Hasil studi tersebut menunjukkan bahwa sebelum terjadinya krisis tahun 1997 transmisi kebijakan moneter melalui saluran nilai tukar bekerja sangat lemah. Hal ini terutama disebabkan langkah-langkah Bank Indonesia untuk menjaga nilai tukar dalam kisaran yang ditetapkan sesuai sistem mengambang terkendali. Dalam kondisi demikian, perubahan suku bunga SBI tidak berdampak signifkan terhadap nilai tukar, dan nilai tukar itu sendiri bukan merupakan faktor dominan yang berpengaruh terhadap inflasi. Perlu dicatat pula bahwa kenaikan perbedaan suku bunga dalam dan luar negeri sebagai akibat suatu pengetatan moneter cukup efektif dalam menarik arus dana masuk dari luar negeri (*capital inflows*).

Setelah krisis, dengan sistem mengambang bebas transmisi kebijakan moneter melalui saluran nilai tukar menjadi lebih kuat. Hal ini terutama terlihat dari peran nilai tukar yang semakin meningkat dalam ekonomi. Pengaruh nilai tukar terhadap inflasi baik secara langsung (melalui perubahan harga barang-barang yang diimpor) maupun secara tidak langsung (melalui permintaan agregat) sangat kuat, dengan pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung. Lebih dari itu, pengaruh langsung nilai tukar terhadap inflasi terjadi hampir secara instan sejak bulan pertama terjadinya perubahan nilai tukar, sementara pengaruh tidak langsung mulai terjadi dengan tenggat waktu dua bulan.

Namun demikian, besarnya premi risiko yang terjadi selama periode studi ini karena tingginya *country risk* dan permasalahan perbankan pada waktu itu telah menyebabkan belum bekerjanya mekanisme pasar dalam penentuan nilai tukar sesuai dengan sistem mengambang. Dalam kondisi demikian, kebijakan moneter melalui kenaikan suku bunga SBI saja tidak cukup untuk mempengaruhi pergerakan nilai tukar. Kenaikan suku bunga tersebut tidak mampu menarik masuknya dana dari luar negeri karena masih tingginya *country risk*. Lebih dari itu, tingginya premi risiko lebih banyak disebabkan oleh faktor-faktor nonekonomi sehingga semakin menyebabkan kurang efektifnya kebijakan moneter dalam mempengaruhi nilai tukar.

Hasil studi di atas juga dikonfirmasi oleh bukti empiris dari survei kepada bank-bank, perusahaan, dan rumah tangga. Survei kepada bank-bank menunjukan bahwa faktor nonekonomi, terbatasnya pasokan dibanding dengan permintaan valuta asing, dan perkembangan nilai tukar regional merupakan tiga pengaruh utama pergerakan nilai tukar rupiah. Kebanyakan bank memandang bahwa intervensi valuta asing yang dilakukan Bank Indonesia sebagai instrumen kebijakan moneter yang paling ampuh mempengaruhi nilai tukar rupiah. Hanya beberapa bank yang berpendapat bahwa suku bunga SBI dapat mempengaruhi nilai tukar. Hasil survei ini menunjukkan bahwa dalam kondisi ketika premi risiko karena faktor nonekonomi masih tinggi, instrumen moneter melalui suku bunga saja kurang efektif dalam mengendalikan nilai tukar rupiah. Instrumen moneter ini perlu dibarengi dengan langkah intervensi valuta asing maupun penerapan prinsip kehati-hatian (regulasi) untuk stabilisasi nilai tukar rupiah.

Perlu dicatat bahwa dengan menguat dan stabilnya nilai tukar rupiah sejak akhir tahun 2001 (periode setelah studi di atas), maka pengaruh nilai tukar terhadap inflasi juga semakin menurun. Hal ini terlihat dengan cukup rendahnya inflasi khususnya pada tahun 2003 yang lalu. Di samping karena mulai stabilnya kondisi sosial politik di dalam negeri dan beberapa perbaikan dalam proses pemulihan ekonomi nasional, menguatnya nilai tukar rupiah tersebut juga didukung oleh kebijakan moneter yang ditempuh Bank Indonesia baik melalui intervensi di pasar valuta asing maupun operasi pengendalian moneter. Analisis tersebut menunjukkan semakin pentingnya saluran nilai tukar untuk dipantau dan diperhatikan dalam transmisi kebijakan moneter di Indonesia.

Saluran Harga Aset

Studi mengenai bekerjanya transmisi moneter melalui saluran harga aset dilakukan oleh Idris dkk (2002). Studi ini diarahkan untuk menyelidiki apakah saluran harga aset bekerja di indonesia, kandungan informasi apa yang dimilikinya, dan peranan harga aset dalam perumusan kebijakan moneter. Harga properti atau harga tanah sebetulnya merupakan indikator yang lebih baik untuk mengkaji saluran harga aset tersebut. Namun

demikian, ketidaktersediaan data harga properti dan harga tanah menyebabkan Idris dkk (2002) menggunakan harga saham dalam studinya.

Secara keseluruhan, studi ini menyimpulkan kurang kuatnya bukti yang menunjukkan pentingnya harga saham dalam mentransmisikan kebijakan moneter di Indonesia ke sektor riil. Meskipun kebijakan moneter dapat mempengaruhi perkembangan harga saham dan besarnya portfolio aset finansial, pengaruh selanjutnya terhadap inflasi tidak terlalu besar. Dengan kata lain, perubahan harga belum mampu menunjukkan pengaruh kekayaan (*wealth effect*) dalam ekonomi. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh masih relatif kecilnya porsi saham dalam portfolio investasi dibandingkan dengan alternatif penanaman lainnya khususnya dalam bentuk simpanan di bank maupun dalam aset properti dan tanah. Hasil survei yang juga dilakukan dalam studi itu menunjukkan bahwa porsi saham hanya sekitar 5% dari portfolio investasi. Oleh karena itu, studi lebih lanjut mengenai transmisi moneter melalui saluran harga aset ini masih diperlukan.

Saluran Ekspektasi

Dengan mempertimbangkan krisis ekonomi telah mengubah perilaku ekspektasi inflasi di Indonesia, Wuryandani dkk (2002) memfokuskan studi untuk menganalisis bekerjanya transmisi moneter melalui saluran ekspektasi inflasi untuk periode setelah krisis. Dengan menggunakan data ekspektasi inflasi dari Survei Kegiatan Dunia Usaha (SKDU) yang dilakukan Bank Indonesia untuk periode dari Juli 1997 sampai dengan Desember 2000, studi tersebut menyimpulkan bahwa ekspektasi inflasi lebih banyak dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar, inflasi pada periode yang lalu (*inertia*), dan perkembangan suku bunga.[10] Bukti empiris ini juga didukung oleh hasil survei pada bank-bank, perusahaan, dan rumah tangga.

---

[10] Pengujian juga dilakukan dengan menggunakan indikator lain untuk mengukur ekspektasi inflasi, misalnya dari hasil Survei Ekspektasi Konsumen (SEK) ataupun dengan Teori Fisher. Hasilnya menunjukkan indikator ekspektasi inflasi dari SKDU yang memberikan perilaku yang konsisten.

Masih berperannya inflasi periode lalu pada pembentukan ekspektasi inflasi masyarakat tersebut menunjukkan pentingnya peningkatan efektivitas kebijakan moneter dalam pengendalian inflasi. Studi tersebut mengindikasikan bahwa masyarakat mempertimbangkan langkah-langkah kebijakan moneter Bank Indonesia dan membentuk ekspektasi inflasi dari realisasi inflasi yang terjadi. Dengan demikian, apabila efektifitas kebijakan moneter tersebut mampu ditingkatkan dan berhasil menekan inflasi ke tingkat yang rendah, maka ekspektasi inflasi juga akan menurun dan dengan demikian akan semakin mendukung efektivitas kebijakan moneter dalam pengendalian inflasi tersebut.

Di sisi lain, pengaruh nilai tukar terhadap pembentukan ekpektasi inflasi cenderung bersifat asimetris. Bagi perusahaan, terdapat rigiditas harga ke bawah dalam pola pembentukan harga oleh perusahaan, dalam arti perusahaan cenderung enggan menurunkan harga dalam hal terjadi apresiasi nilai tukar rupiah. Sebaliknya, depresiasi nilai tukar melebihi suatu tingkat tertentu akan diikuti dengan kenaikan harga oleh perusahaan. Dari sisi rumah tangga, perilaku asimetris juga terjadi pada pembentukan ekspektasi inflasinya, dalam arti depresiasi akan diikuti dengan kenaikan ekpektasi inflasi sementara apresiasi tidak selalu diikuti dengan penurunan ekpektasi inflasi. Bukti empiris ini semakin menekankan pentingnya bagi Bank Indonesia untuk menstabilkan nilai tukar rupiah, baik karena pengaruhnya terhadap pembentukan ekpektasi inflasi maupun pertimbangan pengaruhnya baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap inflasi seperti dalam saluran nilai tukar di atas.

Perspektif ke Depan

Beberapa studi yang telah diuraikan di atas menunjukkan terjadinya perubahan mendasar dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia sejak terjadinya krisis tahun 1997. Seperti telah dijelaskan, pergerakan nilai tukar menjadi lebih penting dalam mempengaruhi ekonomi riil dan harga, sementara efektivitas kebijakan moneter dalam mempengaruhi nilai tukar diperlemah dengan masih besarnya premi risiko yang berasal dari faktor nonekonomi. Peranan ekspektasi juga semakin penting dalam mempengaruhi inflasi, ketika perilaku ekspektasi inflasi

banyak ditentukan oleh perkembangan inflasi yang terjadi (*inertia*) dan pergerakan nilai tukar. Sementara itu, saluran suku bunga masih bekerja cukup baik dalam mentransmisikan kebijakan moneter, meskipun kekuatannya banyak dipengaruhi oleh belum normalnya fungsi intermediasi perbankan. Dalam kondisi demikian, pengaruh kebijakan moneter terhadap kredit perbankan terjadi dengan tenggat waktu disebabkan kemampuan bank dalam memenuhi komitmen kreditnya dari pencairan surat-surat berharga yang dimilikinya. Sensitivitas kredit perbankan terhadap perubahan kebijakan moneter tampak lebih besar pada bank-bank swasta nasional, bank dengan modal yang rendah, dan kredit individual.

Perubahan dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter tersebut tidak terlepas dari kondisi ekonomi dan sistem keuangan Indonesia yang mengalami perubahan struktural sejak terjadinya krisis tahun 1997, di samping karena diterapkannya sistem nilai tukar mengambang. Ke depan, transmisi kebijakan moneter akan terus mengalami perubahan sejalan dengan perkembangan di sektor keuangan dan ekonomi riil. Dalam kaitan ini, dapat dikemukakan beberapa kemungkinan mengenai kecenderungan mekanisme transmisi moneter di Indonesia ke depan. Pertama, dengan semakin normal dan berkembangnya sektor keuangan, diperkirakan transmisi suku bunga akan semakin penting dibandingkan saluran uang. Kedua, transmisi kredit menjadi penting untuk selalu dipantau dan dianalisis karena permasalahan disintermediasi perbankan dan problema *asymetric information* dalam pasar kredit. Ketiga, dengan semakin stabilnya nilai tukar, transmisi nilai tukar juga akan menjadi semakin stabil. Keempat, saluran ekspektasi inflasi akan semakin membaik dengan semakin kredibelnya kebijakan moneter bank sentral. Beberapa kecenderungan ini memerlukan bukti empiris untuk studi-studi lanjutan mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia. Oleh karena itu, transmisi kebijakan moneter akan semakin penting dan menarik untuk terus dikaji, baik untuk kepentingan akademis maupun untuk kepentingan kebijakan moneter.

Daftar Pustaka

Agung, Juda (1998). "Financial deregulation and bank lending channel of monetary policy in developing countries: The case of Indonesia", *Asian Economic Journal*, Vol. 12, No.3, 273-294.

Agung, Juda (2000). "Financial constraints, firm's investment and channel of monetary policy for Indonesia", *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 3, No. 1, pp. 146-178.

Agung, Juda, Bambang Kusmiarso, Bambang Pramono, Erwin G. Hutapea, Andry Prasmuko, and Nugroho Joko Prastowo (2001), *Credit Crunch in Indonesia in the Aftermath of the Crisis*, Bank Indonesia: Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Jakarta.

Agung, Juda, Rita Morena, Bambang Pramono, and Nugroho Joko Prastowo (2002a) "Bank Lending Channel of Monetary Transmission in Indonesia", dalam Perry Warjiyo dan Juda Agung (editor). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia.* Bank Indonesia: Jakarta, Juli 2002.

Agung, Juda, Rita Morena, Bambang Pramono, and Nugroho Joko Prastowo (2002b) "Monetary Policy and Firm Investment: Evidence for Balance Sheet Channel in Indonesia", dalam Perry Warjiyo dan Juda Agung (editor). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia.* Bank Indonesia: Jakarta, Juli 2002.

Alamsyah, Halim, Charles Joseph, Juda Agung, and Doddy Zulverdy (2000). "Framework for Implementing Inflation Targeting in Indonesia" in Charles Joseph and Anton Gunawan (eds.) *Monetary Policy and Inflation Targeting in Emergin Economies.* Bank Indonesia, Jakarta.

Anglingkusumo, Reza (2002). "Monetary Policy in Post Crises Indonesia: Some Lessons Learned" *Bulletin Ekonomi Moneter dan Perbankan.* Vol. 4.

Ascarya (2002). *Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter.* Buku Seri Kebanksentralan No. 3, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK), Bank Indonesia.

Astiyah, Siti (2002). "Demand for Money in Indonesia and Its Monetary Implications" Bank Indonesia: Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter (tidak dipublikasikan).

Bank for International Settlements (1995). *Financial Structure and the Monetary Transmission Mechanism,* BIS Basle.

Bernanke, B. and Blinder, A.S. (1992) "The federal funds rate and the channel of monetary transmission", *The American Economic Review* September 1992, pp. 901-21.

Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge, Mass: MIT Press.

Boediono (1998). "Merenungkan kembali mekanisme transmisi moneter di Indonesi". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan,* Vol. 1, No. 1.

Boediono (2000). "Comments on Inflation Targeting in Indonesia" dalam Charles Joseph and Anton Gunawan (eds.) *Monetary Policy and Inflation Targeting in Emergin Economies.* Bank Indonesia, Jakarta.

Bofinger, P. (2001). *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments.* Oxford University Press.

De Bondt, G.J. (2000). *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe.* Edward Elgar Publ.

Fisher, Irving (1911). *The Purchasing Power of Money,* 2nd edition, 1926, repreinted by Augustus Kelley, New York, 1963

Friedman, M and A.J. Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States: 1867-1960.* Princeton University Press.

Goeltom, M.S. (1995). *Indonesia's Financial Liberalization: An Empirical Analysis of 1981-1988 Panel Data.* Institute of Southeast Asian Studies. Singapore.

Harris, J.R., Schiantarelli, F., and Siregar, M.G. (1994). "The effect of financial liberalisation on the capital structure and investment decisions of Indonesian manufacturing establishments", *The World Bank Economic Review,* 8, pp.17-47.

Idris, Rendra Z., Tri Yanuarti, Clarita L. Iskandar, and Darsono (2001),

"Asset Price Channel of Monetary Policy Transmission Mechanism in Indonesia". dalam Perry Warjiyo dan Juda Agung (editor). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia.* Bank Indonesia: Jakarta, Juli 2002.

Kakes, Janes (2000). *Monetary Transmission in Europe: The Role of Financial Markets and Credit.* Edward Elgar: Cheltenham.

Kusmiarso, Bambang, Elizabeth Sukowati, Andry Prasmuko, Sudiro Pambudi, Dadal Angkoro, Iss Savitri Hafid (2002). "Interest Rate Channel of Monetary Transmission in Indonesia" dalam Perry Warjiyo dan Juda Agung (editor). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia.* Bank Indonesia: Jakarta, Juli 2002.

Mishkin, F. (1995). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets.* 4th edition, New York: Harper Collins.

Sarwono, Hartadi.A. and Perry Warjiyo (1998). "Mencari paradigma baru manajemen moneter dalam Sistem nilai tukar fleksibel: Suatu pemikiran untuk penerapannya di Indonesia". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1, pp. 5-23.

Siswanto, Benny, Yati Kurniati, Gunawan, and Sari H. Binhadi (2002). " Exchange Rate Channel of Monetary Transmission in Indonesia" dalam Perry Warjiyo dan Juda Agung (editor*). Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia.* Bank Indonesia: Jakarta, Juli 2002.

Sitorus, Tarmiden (2000). "Towards the Implementation of Inflation Targeting in Indonesia: A Review of Operational Issues" dalam Charles Joseph and Anton Gunawan (eds.) *Monetary Policy and Inflation Targeting in Emergin Economies.* Bank Indonesia, Jakarta.

Solikin dan Suseno (2002). *Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian.* Buku Seri Kebanksentralan No. 1, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK), Bank Indonesia.

———— dan Suseno (2002). *Penyusunan Statistik Uang Beredar,* Buku Seri Kebanksentralan No. 2, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK), Bank Indonesia.

Svensson, Lars (1997), "Open Economy Inflation Targeting", Working Paper, Stockholm University.

Taylor, J.B. (1995). “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”. *Journal of Economic Perspectives,* 9.

Warjiyo, Perry (2002). “Towards Inflation Targeting: The Case of Indonesia” dalam *Inflation Targeting: Theories, Empirical Models and Implementation in Pacific Basin Countries.* Bank of Korea: Seoul, January 2002.

Warjiyo, Perry and Doddy Zulverdi (1998). “Penggunaan Suku Bunga Sedbagai Sasaran Operasional Kebijakan Moneter di Indonesia”, *Buletin Ekonomi Monter dan Perbankan*, Vol. 1, No.1.

Warjiyo, Perry dan Juda Agung (2002). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia.* Bank Indonesia: Jakarta, Juli 2002.

Warjiyo, Perry dan Solikin (2003). *Kebijakan Moneter di Indonesia.* Buku Seri Kebanksentralan No. 6, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK, Bank Indonesia.

Wuryandani, Gantiah, Abdul M. Ikram, and Tri Handayani (2001). “Monetary Policy Transmission through Inflation Expectation Channel” dalam Perry Warjiyo dan Juda Agung (editor). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia.* Bank Indonesia: Jakarta, Juli 2002.