

BAB II TINJAUAN LITERATUR

2.1. Kebijakan Moneter dan Sistem Keuangan

2.1.1. Teori Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter merupakan kebijakan yang dikeluarkan oleh otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter untuk mencapai perkembangan ekonomi yang diinginkan (PPSK, 2003:62).

Kebijakan moneter yang diterapkan oleh suatu negara pada umumnya dapat berubah sesuai dengan kondisi perekonomian yang dihadapinya, apakah sedang bergairah/*boom* atau sedang resesi/lesu. Kebijakan moneter ekspansif diterapkan pada saat kondisi perekonomian sedang resesi/lesu, dengan mendorong kegiatan ekonomi melalui peningkatan jumlah uang beredar. Contoh kebijakan ekspansif adalah pembelian obligasi pemerintah oleh bank sentral, mengurangi *reserve required ratio* serta menurunkan *discount rate*. Sebaliknya pada saat kondisi perekonomian mengalami *boom*, maka kebijakan moneter kontraktif digunakan untuk memperlambat laju kegiatan ekonomi, antara lain melalui penurunan jumlah uang beredar, kebijakan penjualan obligasi pemerintah, peningkatan *reserve required ratio* dan *discount rate*.

Target akhir suatu kebijakan moneter (*ultimate target*) atau sering juga di sebut dengan *monetary policy goals* adalah suatu kondisi makro yang ingin dicapai. Target ini bersifat dinamis disesuaikan dengan kebutuhan perekonomian suatu negara, Mishkin membaginya menjadi 6 tujuan (*goal*) yaitu : (1) tingkat tenaga kerja yang tinggi ; (2) pertumbuhan ekonomi ; (3) stabilitas harga ; (4) stabilitas suku bunga ; (5) stabilitas pasar keuangan ; dan (6) stabilitas nilai tukar (Mishkin, 2000:221).

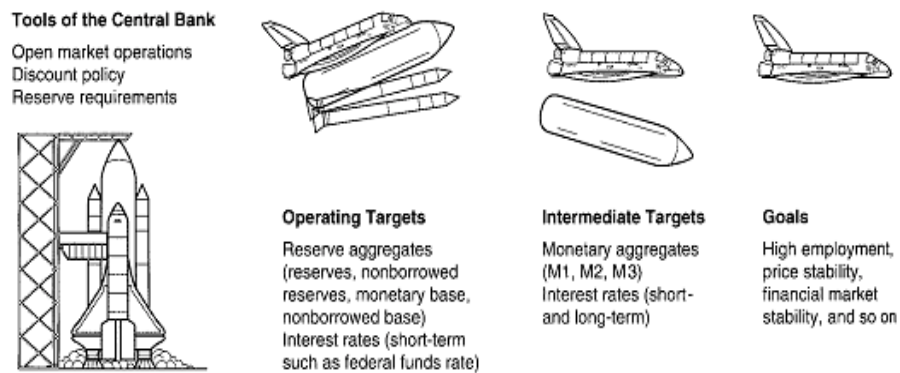
Meskipun beberapa tujuan tersebut saling konsisten antara satu dengan lainnya – tingkat tenaga kerja yang tinggi dengan pertumbuhan ekonomi, stabilitas suku bunga dengan stabilitas nilai tukar – namun kekonsistenan itu tidak akan bisa mencakup semua tujuan. Tujuan stabilitas harga dalam jangka pendek akan menimbulkan konflik dengan tujuan suku bunga dan tingkat tenaga kerja tinggi. Sebagai contoh, ketika perekonomian sedang bergairah dan tingkat pengangguran sedang turun, tingkat inflasi dan suku bunga keduanya akan mulai bergerak naik. Pada saat itu jika bank sentral menahan kenaikan suku bunga, hal ini akan menyebabkan perekonomian memanas (*over heat*) dan menstimulasi inflasi. Tetapi apabila bank sentral menaikkan suku bunga untuk menjaga inflasi, dalam jangka pendek tingkat pengangguran mungkin akan naik. Hal ini juga dibuktikan melalui hasil penelitian Phillips tentang perekonomian Inggris periode 1861-1957 yang menunjukkan adanya hubungan negatif dan non linear antara kenaikan tingkat upah / inflasi tingkat upah (*wage inflation*) dengan pengangguran yang dikenal dengan *Phillip's Curve*. Dengan demikian terjadi *trade off* antara inflasi dengan pengangguran dan/atau pertumbuhan ekonomi. Konflik di antara beberapa pilihan tujuan ini yang menyebabkan bank sentral menghadapi pilihan yang berat.

Instrumen (*tools*) yang dimiliki bank sentral dalam menerapkan kebijakan moneter, diantaranya adalah cadangan wajib (*reserve requirement*), operasi pasar terbuka (*open market operation*), fasilitas diskonto (*discount facility*), dan imbauan (*moral suasion*).

Masalah timbul ketika bank sentral ingin meraih tujuan akhir seperti stabilitas harga dengan tingkat tenaga kerja yang tinggi, namun ternyata kedua hal tersebut tidak bisa secara langsung dipengaruhinya karena keterbatasan *tools* yang dimilikinya. Dengan *tools*-nya bank sentral hanya bisa mempengaruhi tujuan tersebut secara tidak langsung dan hasilnya akan muncul setelah selang beberapa periode waktu (biasanya lebih dari satu tahun). Karena adanya selang periode waktu (*lag*) tersebut maka bank sentral menetapkan target antara (*intermediate target*) dan target operasional (*operating target*) untuk mengevaluasi bahwa kebijakan yang

Universitas Indonesia

diambilnya selalu berada dalam jalur yang benar dalam rangka menuju tujuan akhir.



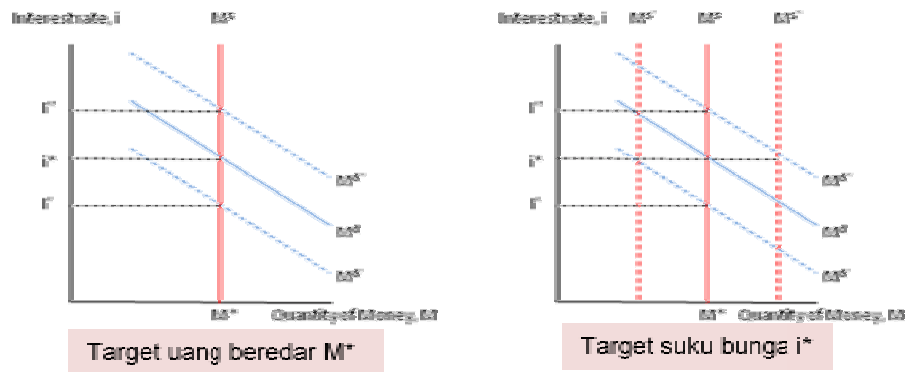
Gambar 2.1. Strategi Bank Sentral dalam mencapai *goal*-nya

Sumber : Mishkin, 2000: 226

Pada *intermediate target* terdapat dua tipe pilihan target yaitu suku bunga (*interest rates*) dan agregat moneter (*monetary aggregates*). Untuk menunjukkan bagaimana kedua pilihan target tersebut bekerja akan digunakan kurva LM (*liquidity money*) yang biasa digunakan untuk menggambarkan keseimbangan yang terjadi di pasar uang sebagai kombinasi antara tingkat suku bunga dengan tingkat output dalam keadaan dimana jumlah penawaran uang yang beredar sama dengan jumlah permintaan uang di pasar (gambar 2.2).

Permintaan uang di sini adalah permintaan untuk nilai riil uang, karena motivasi orang memegang uang adalah agar dapat dipergunakan untuk membeli barang-barang yang dibutuhkan, yang dipengaruhi oleh dua hal. *Pertama*, tingkat pendapatan, karena kemampuan seseorang untuk membeli barang dibatasi oleh tingkat pendapatannya. *Kedua*, tingkat suku bunga, yaitu biaya yang harus direlakan oleh pemegang uang akibat dari keputusannya untuk memegang uang dan bukan aset berharga lainnya. Semakin tinggi suku bunga maka akan semakin besar biaya untuk memegang uang dan semakin sedikit jumlah uang tunai yang dipegang pada setiap tingkat pendapatan. Hal ini dapat terjadi karena pada tingkat suku bunga naik pemegang uang akan menghemat jumlah uang tunai yang

dipegangnya digantikan dengan cara membeli saham/obligasi atau menabung. Dapat disimpulkan bahwa permintaan uang akan meningkat seiring dengan peningkatan pendapatan, namun akan menurun seiring dengan meningkatnya suku bunga.



Gambar 2.2. Pemilihan Sasaran Antara oleh Bank Sentral

Sumber : Mishkin, 2000: 227-228

Dengan menggunakan teori permintaan uang tersebut sebagai landasan untuk menjelaskan kurva LM (kiri) dimana ketika bank sentral memilih agregat moneter dengan target *money supply* sebesar M^s , sebagai jumlah uang yang dikeluarkan oleh bank sentral. Bentuk kurva vertikal karena penawaran uang oleh bank sentral tidak dipengaruhi oleh tingkat suku bunga. Ekspektasi permintaan uang berada pada titik keseimbangan M^{d^*} , namun permintaan uang akan berfluktuasi antara M^d dan $M^{d'}$ disebabkan oleh perubahan yang tidak terduga pada permintaan uang masyarakat. Untuk mempertahankan permintaan uang pada target M^{d^*} bank sentral akan melakukan kebijakan kontraksi atau ekspansi sedemikian rupa sehingga besaran moneter akan berada pada jumlah yang telah ditetapkan. Namun hal ini akan memungkinkan terjadinya gejolak suku bunga yang berfluktuasi antara i' dan i'' disebabkan oleh gejolak permintaan yang tidak dapat diimbangi oleh penawaran uang.

Sementara kurva LM (kanan) menunjukkan kurva permintaan dan penawaran apabila bank sentral memilih suku bunga sebagai target, dengan penetapan target suku bunga pada level i^* untuk mencapai target

permintaan uang M^{d*} . Akibat dari perubahan permintaan uang masyarakat (antara M^d dan $M^{d''}$) yang mengakibatkan pergeseran suku bunga antara i' dan i'' . Bank sentral melalui kebijakannya akan mengimbangi permintaan tersebut dengan penawaran uang antara M^s dan $M^{s''}$.

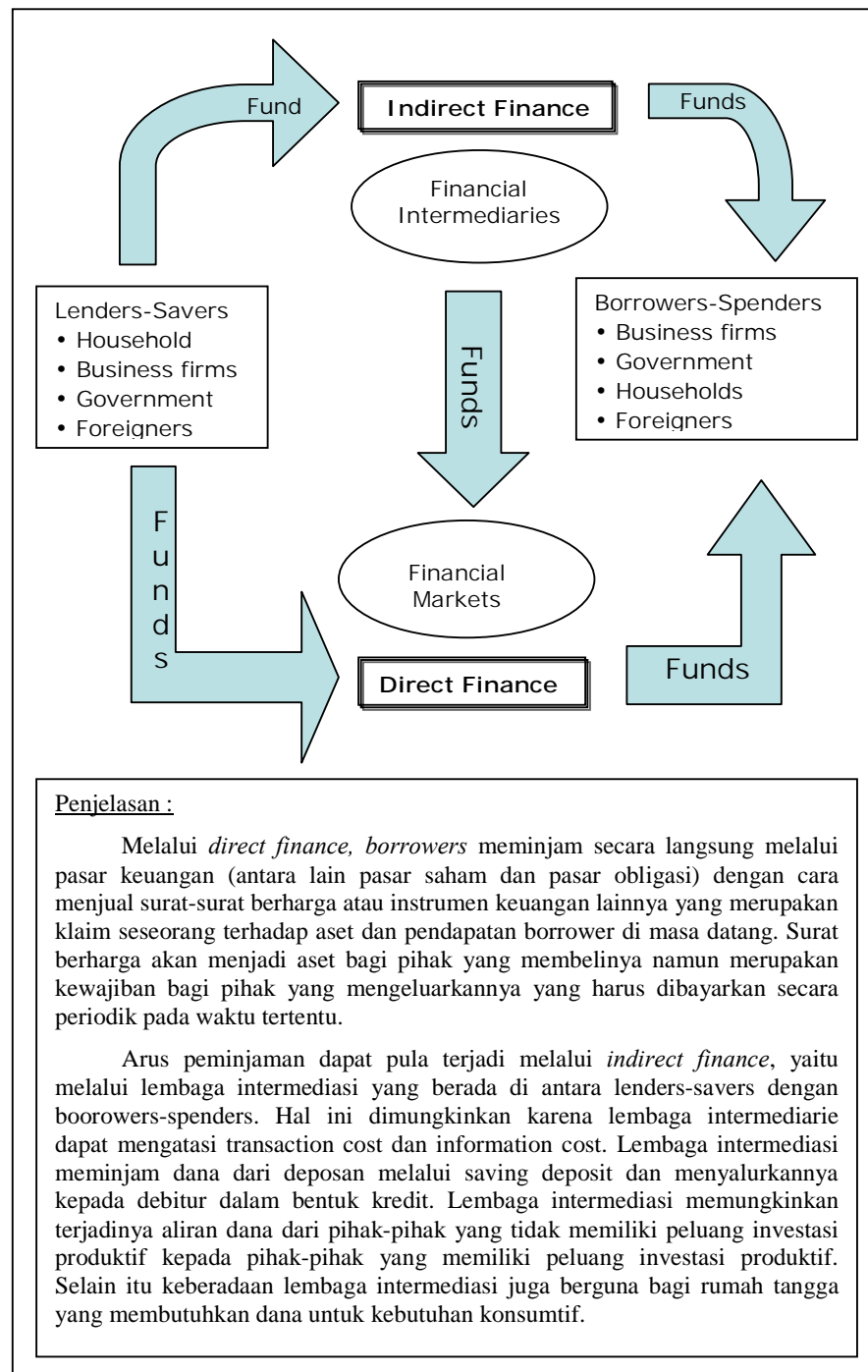
Terlihat bahwa bila tingkat suku bunga yang dipilih maka uang beredar akan bergejolak untuk mempertahankan tingkat suku bunga yang ditetapkan, namun bila uang beredar yang dipilih maka suku bunga akan bergejolak sesuai dengan kekuatan pasar.

2.1.2. Sistem Keuangan dan Peran Tingkat Suku Bunga

Sistem keuangan merupakan pertemuan antara permintaan dan penawaran dana, yaitu antara pihak yang kekurangan dana (*deficit spending unit*) dan pihak yang kelebihan dana (*surplus spending unit*). Sistem yang menggerakkan mekanisme pasar keuangan tersebut disebut sistem keuangan (Gambar 2.3).

Dalam sistem keuangan, tingkat suku bunga adalah biaya yang harus dibayar *borrower* atas pinjaman yang diterima dan imbalan bagi *lender* atas investasinya. Suku bunga mempengaruhi keputusan individu terhadap pilihan membelanjakan uangnya lebih banyak atau menabung untuk keperluan di masa datang.

Dalam teori *lifecycle* setiap individu diasumsikan bersifat *forward looking*. Ketika menentukan jumlah konsumsi dan simpanan, mereka tidak hanya mempertimbangkan tingkat pendapatan dan keinginan saat ini, tetapi juga secara rasional mempertimbangkan tingkat pendapatan dan keinginan di masa datang. Dalam teori ini, suku bunga sangat mempengaruhi keputusan setiap individu untuk menentukan jumlah yang akan di konsumsi maupun yang akan disimpannya, yang berjalan melalui dua aspek yaitu kemauan seseorang untuk mensubstitusikan konsumsinya dan preferensi seseorang antara konsumsi saat ini dan yang akan datang.



Gambar 2.3. Peran Sistem Keuangan

Sumber : Mishkin, 2000 : 14

Para ekonomi membedakan antara suku bunga nominal dan suku bunga riil. Suku bunga nominal adalah *rate* yang diamati dan terjadi di pasar, sedangkan suku bunga riil adalah konsep yang mengukur tingkat kembalian setelah dikurangi inflasi. Hal ini oleh ekonom terkenal Irving Fisher dinyatakan dalam Persamaan Fisher :

$$i = i_r + \pi^e$$

dimana suku bunga nominal (i) sama dengan suku bunga riil (i_r) ditambah ekspektasi inflasi (π^e).

Dengan demikian peningkatan ekspektasi inflasi akan cenderung meningkatkan suku bunga nominal.

Sebagai contoh, ketika seseorang menyetor tabungannya ke bank yang membayar bunga 8% setiap tahun, tidak berarti bahwa dia akan "selalu menjadi lebih kaya" pada tahun berikutnya, karena adanya faktor inflasi yang mempengaruhi daya beli. Jika tingkat inflasi adalah 5% maka kemampuan untuk bisa membeli barang hanya meningkat 3%, sebaliknya bila inflasi 10% maka daya beli akan turun sampai 2%.

Dengan demikian laju inflasi merupakan faktor penting dalam menganalisa dan meramalkan suku bunga. Selisih antara suku bunga nominal dan inflasi dapat dijadikan ukuran mengenai beban sesungguhnya dari biaya bunga yang dihadapi individu dan perusahaan. Suku bunga riil juga menjadi ukuran yang sangat penting bagi otoritas moneter.

2.1.3. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Suku Bunga

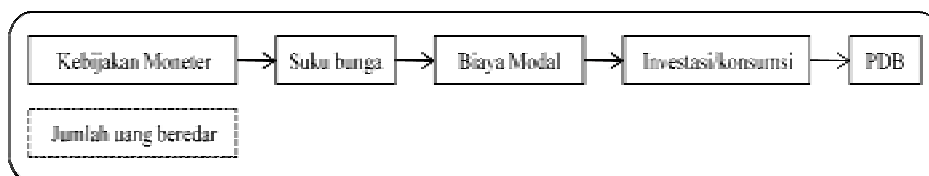
Bagaimana sebuah kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral dapat mempengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan sehingga pada akhirnya tercapai tujuan akhir yang ditetapkan, menurut Milton Friedman, kebijakan moneter bekerja dalam waktu lama dan adanya variabel *lag* (ketertinggalan) sebelum dirasakan dampak dari kebijakan tersebut.

Dalam periode lag tersebut, kebijakan moneter berjalan melalui suatu mekanisme yang disebut transmisi kebijakan moneter (*monetary policy transmission*). Secara spesifik, Taylor (1995) menyatakan bahwa

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

Dalam sebuah simposium mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter, Mishkin (1995) mengidentifikasi adanya empat jalur utama bagaimana kebijakan moneter mempengaruhi aktivitas ekonomi, yaitu jalur suku bunga (*interest rate channel*), dan jalur kredit (*credit channel* yang diuraikan menjadi *bank lending* dan *balance sheet channel*). Dari berbagai jalur transmisi tersebut, setiap jalur transmisi kebijakan moneter akan melalui dan memanfaatkan pasar keuangan. Hal ini membuktikan pentingnya peran pasar keuangan dalam mentransmisikan kebijakan moneter.

Mekanisme transmisi melalui jalur suku bunga menekankan kebijakan moneter dapat mempengaruhi permintaan agregat melalui perubahan suku bunga. Dalam hal ini pengaruh perubahan suku bunga jangka pendek ditransmisikan pada suku bunga jangka menengah/panjang melalui mekanisme penyeimbangan sisi permintaan dan penawaran di pasar uang. Perkembangan suku bunga tersebut akan mempengaruhi *cost of capital* 'biaya modal' yang pada gilirannya akan mempengaruhi pengeluaran investasi dan konsumsi yang merupakan komponen dari permintaan agregat (PPSK, 2003:78-79).



Gambar 2.4. Mekanisme transmisi kebijakan moneter jalur suku bunga
Sumber : PPSK, 2003: 78

Bagaimana mekanisme transmisi kebijakan moneter untuk mempengaruhi permintaan agregat, oleh Lipsey & Chrystal dinyatakan berjalan melalui dua tahap: *pertama*, melalui jalur hubungan antara suku bunga dengan pengeluaran investasi, dan *kedua* melalui jalur hubungan

antara pengeluaran investasi dengan permintaan agregat (penjelasan rinci ada di lampiran 7).

2.1.4. Mekanisme Transmisi melalui Suku Bunga Perbankan

Tujuan utama dalam pengelolaan bank adalah untuk memperoleh keuntungan ekonomi, yaitu keuntungan yang diperoleh dari pendapatan setelah dikurangi dengan biaya-biaya ekonomi. Sumber pendapatan bank salah satunya adalah dari pendapatan bunga kredit. Sedangkan dari segi pengeluaran terdapat tiga macam biaya yang menjadi beban bank yaitu biaya bunga atas dana simpanan masyarakat dengan tingkat bunga tertentu, biaya pelayanan kepada deposan, dan biaya penyaluran kredit.

Perbankan merupakan salah satu institusi sistem keuangan yang secara langsung terpengaruh oleh perubahan kebijakan moneter. Pengaruh perubahan kebijakan moneter kepada perbankan tersebut lebih signifikan dibandingkan terhadap institusi sistem keuangan lainnya, karena (1) pada umumnya perbankan berada di bawah pengawasan bank sentral sehingga bank sentral akan berusaha membuat regulasi untuk meningkatkan efektivitas transmisi kebijakan moneternya; dan (2) perbankan mempunyai peran yang cukup dominan di sistem keuangan. Hanya sejumlah kecil negara, terutama negara maju, dimana pasar modalnya lebih dominan daripada perbankan seperti Amerika, Hongkong dan Singapura.

Kontraksi kebijakan moneter yang mendorong peningkatan suku bunga, di satu sisi akan meningkatkan jumlah dana yang masuk ke sektor perbankan terutama dalam bentuk deposito karena memberikan imbalan yang menarik. Di sisi lain, kebijakan tersebut akan menurunkan permintaan dan realisasi kredit, karena peningkatan suku bunga pinjaman akan meningkatkan kewajiban dan biaya modal yang dapat memperburuk *cash flow* perusahaan dan menurunkan harga aset yang dapat dijadikan jaminan kredit, sehingga perusahaan menjadi *less bankable* dan permintaan kredit akan menurun. Instrumen kontraksi moneter yang dilakukan bank sentral dengan melalui OPT maupun meningkatkan cadangan wajib (*reserve*

requirement) juga akan menurunkan likuiditas bank sehingga dana yang dapat dipinjamkan oleh bank kepada masyarakat akan turun.

2.1.5. Mekanisme Transmisi melalui Indeks Pasar Saham

Tobin (1969) melalui teorinya *Tobin's Q* menjelaskan bagaimana kebijakan moneter mempengaruhi pasar modal melalui perubahan harga barang modal (*price of capital*).

$$Q \text{ Ratio} = \frac{\text{Total market value of firm}}{\text{Total asset value}}$$

Notasi Q merupakan rasio dari nilai pasar (market value) saham sebuah perusahaan dengan nilai asetnya (asset value).

Nilai Q akan tinggi ($Q > 1$) apabila harga pasar lebih tinggi dari harga aset, sehingga perusahaan tergerak untuk menerbitkan saham untuk membiayai pendirian pabrik baru atau pembelian barang modal lainnya karena harganya relatif lebih murah dari harga pasar. Investasi akan meningkat karena perusahaan dapat membeli lebih banyak barang modal dari hasil penerbitan sahamnya itu. Sebaliknya nilai Q akan rendah ($Q < 1$) apabila harga pasar lebih rendah dari harga aset, sehingga biaya pembelian barang modal relatif lebih mahal. Akibatnya investasi akan rendah, dan perusahaan lebih cenderung untuk mengakuisisi perusahaan yang sudah ada daripada melakukan investasi baru.

Kebijakan moneter kontraksi akan menurunkan harga saham yang berjalan melalui dua jalur. *Pertama*, kontraksi moneter yang menyebabkan berkurangnya jumlah uang beredar akan mendorong masyarakat mengurangi pengeluaran konsumsinya sehingga permintaan terhadap produk perusahaan akan menurun, di sisi lain peningkatan suku bunga akan menambah *cost of capital* bagi perusahaan. Akibat dari kedua faktor tersebut menyebabkan penurunan profitabilitas perusahaan dan berdampak pada penurunan harga sahamnya. *Kedua*, peningkatan suku bunga akibat kebijakan kontraksi membuat nilai imbal hasil dari produk perbankan dan obligasi lebih menarik, sehingga banyak investor yang mengalihkan portofolionya.

2.1.6. Mekanisme Transmisi melalui Suku Bunga Obligasi

Karena bersifat substitusi, secara teori pergerakan pasar obligasi dan pasar saham berlawanan arah. Secara sederhana, harga obligasi dapat dinotasikan sebagai berikut :

$$P = V / (1 + i)^n$$

dimana P adalah harga obligasi saat ini, i adalah suku bunga, V adalah nilai nominal pada saat jatuh tempo (face value), dan n adalah tahun.

Dari persamaan di atas, dapat dilihat bahwa harga obligasi berbanding terbalik dengan suku bunga. Harga obligasi akan selalu lebih rendah dari *face value*-nya jika suku bunga positif ($P < V$ jika $i > 0$). Harga obligasi akan turun jika suku bunga meningkat, atau sebaliknya. Dengan demikian kontraksi kebijakan moneter yang menyebabkan kenaikan suku bunga akan menyebabkan turunnya harga obligasi.

Turunnya harga obligasi akan mendorong minat investor untuk berinvestasi karena *return* yang diperoleh pada saat jatuh tempo (dikenal dengan istilah *yield*) akan meningkat, sehingga pasar obligasi menjadi atraktif dan bergairah. *Yield* mempunyai hubungan terbalik dengan harga obligasi, namun selaras dengan tingkat bunga. Dalam kondisi kontraksi kebijakan moneter, suku bunga diekspektasikan akan cenderung meningkat, sehingga *yield* jangka panjang lebih tinggi dari *yield* jangka pendek, atau kurva *yield* yang normal mempunyai *slope* positif ketika bank sentral menerapkan kebijakan kontraksi.

2.2.Referensi Penelitian Sebelumnya

Beberapa penelitian terkait yang menjadi referensi utama bagi penulis dalam penelitian kali ini telah di *summary*-kan sebagaimana di tampilkan pada tabel 2.1..

Sementara penelitian yang dilakukan oleh penulis kali ini merupakan salah satu bentuk pengujian terhadap transmisi kebijakan moneter yang berjalan melalui jalur suku bunga, dengan fokus pada analisa pengaruh BI Rate sebagai variabel kebijakan moneter terhadap fluktuasi suku bunga dan indikator yang ada di dalam pasar keuangan Indonesia.

Tabel 2.1. Referensi penelitian sebelumnya

PENELITI	JUDUL PENELITIAN / PUBLIKASI	PUBLIKASI	METODE YANG DIGUNAKAN	HASIL
PENELITIAN DARI LUAR NEGERI				
Kakes and Pattanik	The mechanism of monetary shock in the Euro area : a VAR analysis based on euro-wide area	Banca Nazionale de Lavoro Quarterly Review, No. 213, June 2000, pp.171-186	VAR	Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan berjalannya transmisi kebijakan moneter di Brazil melalui jalur suku bunga, dgn menganalisa efek dari perubahan yang tdk terduga di baseline interest rate (suku bunga acuan) terhadap output, harga, dan nilai tukar. Hasil penelitian menyebutkan bahwa : a) kebijakan moneter yang ketat akan berdampak dengan cepat kepada aktivitas perekonomian, menurunkan tk. Pertumbuhan (GDP) ; b) nilai tukar dan harga terpengaruh setelah beberapa periode waktu, dengan inflasi menunjukkan trend menurun dua bulan setelah terjadi monetary shock ; c) hasil tidak berubah ketika spesifikasi di kontrol oleh kondisi internasional ; d) shock moneter mempunyai dampak yang signifikan terhadap volatilitas pada output dan inflasi di bechmark model ; e) shock moneter mempunyai dampak signifikan pada volatilitas debt/GDP rasio di model kontrol.

Amelia Pais	The transmission of interest rate changes in the New Zealand economy	Banks and Bank Systems, Vol.2 issue 3, 2007, pp.91-105	ECM	Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan berjalannya transmisi kebijakan moneter di NZ melalui bagaimana respon dari retail rates kepada perubahan di semua tingkat sk.bunga pasar. Penelitian menguji respon dari lender (peminjam) thd overnight cash rate (OCR) dan sk.bunga pasar lainnya. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa respon dari retail sale terhadap perubahan di sk.bunga pasar berbeda antara berbagai produk, secara umum floating retail rates menyesuaikan dengan lambat thd perubahan dari sk.bunga pasar dan sk.bunga tetap.
PENELITIAN DARI DALAM NEGERI				
Warjiyo dan Zulverdi	Penggunaan suku bunga sebagai sasaran operasional kebijakan moneter di Indonesia	Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Vol.1 No.1, Juli 1998	uji kausalitas Granger	<ul style="list-style-type: none"> ? Diperoleh bukti bahwa suku bunga deposito 1 bulan dan suku bunga kredit modal kerja mempunyai hubungan yang searah dengan inflasi. Sedangkan suku bunga deposito 3, 6, dan 12 bulan tidak mempengaruhi laju inflasi. ? Suku bunga PUAB mempunyai hubungan yang searah dengan suku bunga deposito 1, 3, dan 6 bulan, dan suku bunga kredit investasi. Sedangkan PUAB dengan suku bunga KMK mempunyai hubungan dua arah. ? Suku bunga SBI tidak mempunyai hubungan dengan suku bunga PUAB. Namun suku bunga SBPU 7 hari mempunyai hubungan dua arah dengan suku bunga PUAB.

Zulmi	Efektivitas SBI dalam mempengaruhi suku bunga pasar	Tesis S2 MPKP, 2002	Elastisitas dengan OLS, dan kausalitas Granger	<ul style="list-style-type: none"> ? Dalam jangka pendek seperti periode suku bunga cenderung turun, perubahan SBI efektif untuk mempengaruhi suku bunga pasar terutama deposito dan PUAB ? Sedangkan pada periode suku bunga cenderung naik suku bunga SBI kurang efektif mempengaruhi suku bunga pasar khususnya suku bunga kredit. ? Relatif tingginya suku bunga SBI menjadikannya alternatif penanaman dana yang aman bagi bank ≠ menjadi penyebab belum berjalannya fungsi intermediasi perbankan. ? Penggunaan suku bunga penjaminan menjadi <i>benchmark</i> bagi bank dalam menentukan suku bunga deposito dan PUAB, sehingga suku bunga SBI menjadi tidak efektif.
Zulverdi dan Santoso		2006	<i>ECM dan VAR</i>	<ul style="list-style-type: none"> ? Perubahan struktur sistem keuangan menimbulkan dampak positif terhadap efektivitas transmisi kebijakan moneter. ? Transmisi kebijakan moneter terhadap indikator sasaran antara, via perbankan menjadi cenderung lebih cepat (khususnya terhadap suku bunga kredit, sedangkan via pasar modal cenderung menjadi lebih besar (khususnya terhadap IHSG) meskipun belum optimal. ? Transmisi kebijakan moneter terhadap indikator sasaran akhir, via perbankan cenderung lebih signifikan (khususnya terhadap PDB dan laju inflasi) dan semakin cepat

			(khususnya terhadap investasi). Sedangkan via pasar saham juga cenderung menjadi signifikan (khususnya terhadap jumlah kredit dan investasi), dan via pasar obligasi meskipun tidak signifikan tetapi mulai menunjukkan kemampuan dalam mentransmisikan kebijakan moneter.
Sarwono dan Warjiyo	Mencari paradigma baru manajemen moneter dalam sistem nilai tukar yang fleksibel: suatu pemikiran untuk penerapannya di Indonesia	Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Vol.1 No.1, Juli 1998	merupakan salah satu penelitian yang menjadi referensi penting bagi penerapan <i>inflation targeting</i> dan BI Rate sebagai sasaran operasionalnya. Dalam penelitiannya ini Sarwono dan Warjiyo mengajukan alternatif transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga, sebagai pengganti kebijakan moneter yang sebelumnya lebih ditujukan untuk mempengaruhi jumlah uang beredar namun efektivitasnya dipertanyakan seiring dengan perkembangan sistem keuangan di Indonesia. Dalam manajemen moneter yang baru, diusulkan : <ul style="list-style-type: none"> ? Sasaran akhir : difokuskan pada permintaan agregat yang diarahkan mengurangi output gap yaitu kesenjangan antara permintaan agregat dengan output potensial. ? Sasaran antara : mengacu pada Indikator Kondisi Moneter (IKM) dengan mengambil referensi dari beberapa negara yang telah menerapkan. IKM pada dasarnya mengukur pengaruh suku bunga dan nilai tukar terhadap permintaan agregat.

			<ul style="list-style-type: none"> ? Sasaran perasional : memilih dari 3 alternatif (suku bunga SBI, SBPU, atau PUAB) karena masing memiliki kelebihan yang unik dan perlu adanya penelitian untuk itu. ? Instrumen moneter tidak ada perubahan yaitu OPT, RR, fasilitas diskonto, dan <i>moral suasion</i>.
Prastowo	Dampak BI Rate Terhadap Pasar Keuangan : Mengukur Signifikansi Respon Instrumen Pasar Keuangan Terhadap Kebijakan Moneter	2007	<p>Event study, uji kausalitas Granger, VAR, dan elastisitas</p> <p>Meneliti dampak dari perubahan kebijakan moneter terhadap perilaku pelaku pasar dan mendeteksi kemungkinan terjadinya <i>portfolio switching</i>. Hasil estimasi menunjukkan bahwa suku bunga deposito dan <i>yield</i> obligasi secara signifikan merespon perubahan BI Rate, sementara untuk suku bunga pasar uang dan IHSG tidak ditemukan adanya respon yang signifikan. Penelitian juga menunjukkan tidak adanya fenomena <i>portfolio switching</i> pada investor domestik nonbank maupun investor asing. Investor cenderung melakukan diversifikasi <i>portfolio</i> untuk meminimalisasi resiko, sehingga antar <i>portfolio</i> investasi mempunyai pergerakan yang searah. <i>Portfolio switching</i> hanya terjadi pada bank yang cenderung mengalihkan investasinya dari obligasi ke SBI</p>