

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kebijakan moneter dan pasar keuangan merupakan dua hal yang tidak dapat dipisahkan, hal ini berkaitan dengan fungsi utama sistem keuangan sebagai penyalur dana dari pihak surplus kepada pihak defisit dana (Mishkin, 2000:14-16)¹.

Dalam sebuah simposium mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter, Mishkin (1995) mengidentifikasi adanya empat jalur utama bagaimana kebijakan moneter mempengaruhi aktivitas perekonomian, yaitu jalur suku bunga (*interest rate channel*) dan jalur kredit (*credit channel*) yang diuraikan menjadi bank *lending channel* dan *balance sheet channel*. Dari berbagai jalur tersebut, setiap transmisi kebijakan moneter akan melalui dan memanfaatkan pasar keuangan. Karena itu sistem keuangan yang sehat dan memiliki ketahanan yang tinggi akan menjamin kelancaran mekanisme transmisi kebijakan moneter kepada sektor riil.

Semakin berkembangnya peran pasar keuangan dalam perekonomian cenderung menyebabkan semakin pentingnya transmisi kebijakan moneter melalui 'harga' uang atau suku bunga. Paradigma ini tidak terlepas dari semakin majunya sektor keuangan dalam hal inovasi produk keuangan, proses sekuritisasi, maupun proses menyangkut perannya sebagai penghubung dari sektor moneter ke sektor riil. Uang telah menjadi komoditas yang diperdagangkan, karena itu 'harga uang' menentukan

¹ Pihak surplus adalah pihak yang membelanjakan dananya lebih kecil dari pendapatannya sehingga dapat menabung dan memberi pinjaman (*lenders-savers*). Sementara itu, pihak defisit adalah pihak yang membelanjakan dana lebih besar daripada pendapatannya (*borrowers-spenders*). Pihak *lenders-savers* terutama berasal dari rumah tangga sedangkan pihak *borrowers-spenders* terutama berasal dari bisnis dan pemerintah, dengan arus dana mengalir melalui dua cara, yaitu tanpa adanya lembaga intermediasi (*direct finance*) yang dilakukan melalui pasar keuangan, dan arus dana dilakukan melalui lembaga intermediasi (*indirect finance*) contohnya yaitu melewati bank.

perputaran uang, alokasi uang pada berbagai jenis pilihan investasi, serta mempengaruhi kegiatan perekonomian secara keseluruhan.

Suku bunga merupakan 'harga' uang yang terpenting dalam perekonomian, sehingga merupakan jalur transmisi kebijakan moneter yang diyakini lebih mendekati kenyataan. Hubungan antara suku bunga dengan inflasi diyakini lebih kuat dibandingkan hubungan uang beredar dengan inflasi. Hal ini dikarenakan suku bunga dapat mempengaruhi keputusan mengenai alternatif investasi di masyarakat. Kenaikan suku bunga akan lebih menarik masyarakat untuk mengurangi konsumsi dan menempatkan dananya pada tabungan, deposito, maupun obligasi, dibandingkan melakukan investasi di sektor riil. Dengan demikian terjadi perpindahan dana dari sektor riil ke sektor moneter, yang mempengaruhi permintaan agregat dan turunnya pertumbuhan ekonomi.

Dalam perkembangannya, sesuai dengan mandat yang diperolehnya sebagai bank sentral yang mempunyai otoritas moneter², Bank Indonesia dalam menjalankan tugasnya tersebut sejak Juli 2005 seiring dengan penerapan *inflation targeting framework* (ITF)³ menggunakan suku bunga sebagai target sasaran operasionalnya melalui penetapan BI-Rate.

BI-Rate adalah suku bunga jangka pendek yang menjadi instrumen sinyal kebijakan moneter Bank Indonesia, ditetapkan pada Rapat Dewan

² Bank Indonesia sebagai bank sentral sesuai dengan UU no. 23 tahun 1999 sebagaimana telah di ubah dengan UU no. 3 tahun 2004 tentang Bank Indonesia, telah diberikan mandat yang jelas untuk menjalankan kebijakan moneter dengan beberapa aturan penting, yaitu (1) memfokuskan kebijakannya dalam mencapai dan menjaga stabilitas rupiah dalam pengertian inflasi dan nilai tukar ; (2) BI diberikan independensi dalam menetapkan target inflasi setelah berkoordinasi dengan pemerintah (*goal independence*) dan menetapkan instrumen untuk mempengaruhi kebijakan moneternya (*instrument independence*). Namun setelah perubahan UU tahun 2004 *goal independence* ini dicabut karena diatur bahwa target inflasi ditetapkan oleh pemerintah setelah berkoordinasi dengan BI ; (3) Keputusan tentang kebijakan moneter di tetapkan oleh Dewan Gubernur tanpa campur tangan pemerintah dan pihak lainnya (*policy independence*); dan (4) Dalam rangka menjaga akuntabilitas dan transparansi kebijakan moneter maka BI diminta menyampaikan target inflasi dan rencana kebijakan moneternya di awal tahun serta memberikan laporan kepada parlemen secara kuartalan.

³ *Inflation Targeting Framework* adalah sebuah kerangka kebijakan moneter yang ditandai dengan pengumuman oleh bank sentral yang independen kepada publik mengenai target inflasi yang hendak dicapai dalam beberapa periode ke depan. Secara eksplisit dinyatakan bahwa inflasi yang rendah dan stabil merupakan tujuan utama dari kebijakan moneter.

Gubernur sebagai respon (*stance*) kebijakan moneter dalam menjamin agar pergerakan inflasi dan ekonomi ke depan tetap berada pada jalur pencapaian sasaran inflasi yang telah ditetapkan. BI-Rate digunakan sebagai acuan dalam pelaksanaan operasi pengendalian moneter, dengan tujuan untuk mengarahkan agar rata-rata suku bunga SBI 1 bulan berada di sekitar BI Rate, yang selanjutnya diharapkan akan mempengaruhi suku bunga jangka pendek dan jangka panjang yang ada di pasar keuangan, dan pada akhirnya diharapkan dapat mempengaruhi keputusan pengeluaran para investor.

Namun, sejalan dengan perkembangan perekonomian Indonesia dan keterbukaannya terhadap pengaruh internasional, jumlah pelaku pasar keuangan, serta jumlah dan variasi instrumen keuangan yang semakin berkembang, telah menyebabkan Bank Indonesia sebagai otoritas moneter menjadi kian sulit dan beresiko dalam menentukan tingkat suku bunga jangka pendek yang ideal yang akan menjadi acuan bagi pembentukan suku bunga di pasar keuangan. Sebagai contoh, berikut ini adalah reaksi yang mungkin timbul akibat tingginya sensitivitas pasar keuangan terhadap kenaikan sebuah suku bunga acuan :

- Bagi perbankan, kenaikan BI Rate akan memberikan tekanan pada pendapatan kredit, dipicu oleh naiknya biaya modal debitur dalam memperoleh kredit yang pada akhirnya akan memperlemah daya serap kredit. Di sisi lain beban operasional perbankan akan meningkat karena kenaikan *cost of fund*. Kedua hal ini akan memicu inefisiensi bagi bank, selanjutnya bank akan mengalihkan persoalan ini dengan menempatkan dananya di alternatif yang dipandang paling aman, yaitu SBI. Akibatnya kenaikan BI Rate akan berpengaruh pada peningkatan beban bunga SBI yang harus ditanggung BI.
- Bagi pelaku sektor riil, kenaikan suku bunga kredit yang dipicu oleh kenaikan BI Rate menimbulkan disinsentif dalam penciptaan akses-akses produksi, yang pada akhirnya berpengaruh pada penciptaan lapangan kerja.

- Di pasar obligasi, kenaikan BI Rate juga akan menciptakan kondisi *bearish*, akibat dari naiknya ekspektasi keuntungan (*required yield*) dari investor yang serta merta akan menurunkan harga obligasi. Obligasi pemerintah (SUN) sebagai instrumen keuangan yang bebas resiko tetapi menawarkan keuntungan tinggi akan di serbu, yang pada akhirnya bisa memberikan tekanan pada pembiayaan APBN yang sebagian besar bersumber dari dari SUN.
- Kenaikan BI Rate juga akan memperlebar *spread* dengan suku bunga bank sentral lain khususnya Fed. Lebarnya *spread* ini akan menciptakan ruang spekulasi melalui mekanisme *currency carry trade*, dimana spekulasi meminjam dana dari negara yang suku bunganya rendah kemudian diinvestasikan di Indonesia yang suku bunganya lebih tinggi.

Sebagai sebuah kebijakan, perubahan BI Rate sebagai suku bunga acuan ternyata tidak akan serta merta diikuti oleh suku bunga di pasar keuangan. Pasar akan cenderung merespon setelah perubahan tersebut terus berlanjut dan bersifat konsisten sehingga bisa ditangkap sebagai sinyal adanya perubahan *stance* kebijakan moneter. Oleh karena itu dalam rangka menjaga agar transmisi kebijakan moneter yang berjalan melalui jalur suku bunga bisa berjalan dengan efektif, Bank Indonesia cenderung menerapkan prinsip kehati-hatian dalam penentuan BI Rate, dengan melakukan berbagai pertimbangan tidak hanya terhadap variabel ekonomi namun juga non-ekonomi (Herdiawan, 2008).

I.2. Perumusan Masalah

Transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga akan berjalan dengan efektif apabila respon dari suku bunga yang ada di pasar keuangan terhadap sinyal suku bunga jangka pendek yang dikeluarkan oleh bank sentral berjalan sesuai dengan yang diharapkan.

Penelitian ini akan menguji bagaimana hubungan antara suku bunga yang ada di pasar keuangan dengan sinyal kebijakan moneter yang

dikeluarkan oleh Bank Indonesia melalui penetapan BI Rate, dengan rumusan masalah sebagai berikut :

1. bagaimana hubungan antara BI Rate dengan fluktuasi suku bunga di perbankan? ;
2. bagaimana hubungan antara BI Rate dengan fluktuasi indeks harga saham gabungan di pasar modal ? ; dan
3. bagaimana hubungan antara BI Rate dengan suku bunga di pasar obligasi ?.

1.3. Tujuan Penelitian

Dengan mengetahui rumusan masalah tersebut, maka penelitian ini bertujuan untuk :

1. melakukan analisa hubungan antara BI Rate dengan fluktuasi suku bunga di perbankan yang akan diukur dengan menggunakan suku bunga deposito dan suku bunga kredit ;
2. melakukan analisa hubungan antara BI Rate dengan fluktuasi yang ada di pasar saham yang diukur dengan menggunakan indeks harga saham gabungan (IHSG) ; dan
3. melakukan analisa hubungan antara BI Rate dengan fluktuasi tingkat suku bunga di pasar obligasi, khususnya dengan tingkat kupon obligasi pemerintah (SUN).

1.4 Hipotesa

Dalam rangka penelitian, sebelumnya dikembangkan hipotesa yang nantinya akan dibuktikan kebenarannya melalui analisa statistik terhadap data. Hipotesa awal yang ingin dibuktikan adalah :

- a) BI Rate signifikan berpengaruh positif terhadap suku bunga deposito maupun kredit.
- b) BI Rate signifikan berpengaruh negatif terhadap indeks pasar saham.
- c) BI Rate signifikan berpengaruh positif terhadap suku bunga pasar obligasi.

1.5. Manfaat Penelitian

Diharapkan penelitian ini akan memberikan manfaat kepada seluruh pembaca yaitu :

1. Manfaat ilmiah : untuk memahami konsep salah satu bentuk transmisi kebijakan moneter yang berjalan melalui jalur suku bunga
2. Manfaat praktis : dapat bermanfaat sebagai informasi atau referensi bagi setiap pembaca yang berkaitan dengan masalah transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga di Indonesia
3. Manfaat kebijakan : hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai informasi yang berguna bagi pembuat kebijakan moneter, sebagai salah satu bentuk pengujian terhadap efektivitas transmisi kebijakan moneter yang berjalan melalui jalur suku bunga di Indonesia.

1.6. Pendekatan Penelitian

Untuk menguji secara statistik hubungan antara BI Rate dengan fluktuasi suku bunga / indikator di pasar keuangan dan membuktikan kebenaran hipotesa di atas, maka akan digunakan data sekunder yang diperoleh dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI) yang merupakan publikasi dari Bank Indonesia, dan data dari penyedia database CEIC. Data yang digunakan adalah *sifatnya time series* bulanan dengan sampel waktu dari 2005:07 sampai 2008:12, dengan jenis data : BI Rate, suku bunga SBI 1 bulan, suku bunga deposito 1 bulan, suku bunga kredit modal kerja, IHSG, dan suku bunga obligasi pemerintah (*variable rate*).

Dalam menganalisis data akan digunakan uji kausalitas Granger dan metode *Vector Auto Regression* (VAR), kedua metode ini banyak digunakan untuk menganalisa hubungan dan dampak suatu kebijakan. *Granger Causality Test*, digunakan untuk melihat pola hubungan antar variabel apakah mempunyai hubungan dua arah atau hanya satu arah saja.

Sementara metode VAR, adalah metode pengujian hubungan antar variabel sebagai jawaban atas kesulitan pada model struktural yang harus selalu mengacu kepada teori. Pada dasarnya analisis VAR meliputi :

Universitas Indonesia

1. Uji akar unit (*Unit Root Test*), uji ini digunakan untuk melihat apakah data yang digunakan stasioner atau tidak. Uji ini sebenarnya hanya merupakan pelengkap dari analisis VAR, akan tetapi apabila data yang diamati stasioner, maka hal ini akan meningkatkan akurasi dari hasil analisis VAR.
2. Uji Hipotesis (*Hypothesis Testing*) yang terdiri dari :
 - Pemilihan *Lag* optimum, yang digunakan untuk menguji hipotesis mengenai jumlah lag yang sesuai untuk model yang diamati.
 - *Innovation Accounting*, yang digunakan untuk menguji struktur dinamis dari sistem variabel dalam model yang diamati, yang dicerminkan oleh variabel inovasi (*innovation variable*). Terdapat dua jenis analisa inovasi akunting di VAR, yaitu *impulse response* dan *variance decomposition* dimana keduanya akan cenderung memberikan kesimpulan yang sama..

1.7. Sistematika Penulisan

Kerangka penulisan tesis akan dibagi dalam enam bab pembahasan yaitu :

Bab I Pendahuluan menguraikan mengenai latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, hipotesa, manfaat penelitian, dan metodologi operasional yang akan digunakan dalam penelitian ini, serta sistematika penulisan.

Bab II Tinjauan Literatur memaparkan tentang kebijakan moneter dan pengaruhnya pada pasar keuangan secara teori. Pada bab ini juga dimasukkan referensi penelitian sebelumnya yang terkait.

Bab III Perkembangan Kebijakan Moneter dan Sistem Keuangan Indonesia, merupakan analisis grafik yang akan membahas mengenai perkembangan kebijakan moneter, dan respon dari perbankan, pasar modal, dan pasar obligasi di Indonesia terhadap kebijakan moneter tersebut.

Bab IV Metode Penelitian mendiskusikan metode penelitian yang digunakan secara lebih detail.

Bab V Analisis Hasil Penelitian akan menganalisa hasil regresi yang telah dilakukan dengan menggunakan data-data yang telah dikumpulkan.

Bab VI Kesimpulan dan Saran merupakan kesimpulan secara ringkas dari temuan-temuan yang diperoleh dan saran/rekomendasi bagi regulator serta untuk penelitian lebih lanjut.