

Bauran Kebijakan Bank Sentral:
Konsepsi Pokok dan Pengalaman
Bank Indonesia

Dr. Perry Warjiyo

Bank Indonesia

WARJIYO, Perry

Bauran Kebijakan Bank Sentral: Konsepsi Pokok dan Pengalaman Bank Indonesia / Perry Warjiyo -- Jakarta : BI Institute, 2016.

i-viii, 55 hlm.; 15,2 cm x 22,8 cm. -- (Seri Kebanksentralan ; 25)

Bibliografi: hlm. 50

ISSN 2528-1933

Sambutan

Dengan mengucapkan puji syukur kehadiran Tuhan Yang Maha Esa, Bank Indonesia kembali menerbitkan buku seri kebanksentralan. Penerbitan buku ini diharapkan dapat membantu BI dalam mensosialisasikan tugas-tugasnya kepada masyarakat sehingga lebih memahami tugas-tugas BI.

Seri penerbitan kali ini ditulis oleh Dr. Perry Warjiyo yang sangat menguasai teori maupun praktek kebijakan bank sentral. Buku ini merupakan salah satu rangkuman pemikiran Beliau terkait esensi bauran kebijakan yang diimplementasikan di Bank Indonesia sejak awal karirnya di Bank Indonesia di tahun 1984 hingga menjabat sebagai Deputy Gubernur Bank Indonesia sejak 2013. Isi buku ini diperkaya dengan hasil pengalaman dan diskusi Beliau dengan berbagai bank sentral dan lembaga keuangan internasional khususnya pada saat menjabat sebagai Direktur Eksekutif di International Monetary Fund (IMF), mewakili 13 negara anggota yang tergabung dalam South-East Asia Voting Group (SEAVG) pada periode 2009 - 2012.

Buku seri kebanksentralan ini membahas aspek yang berkaitan dengan konsepsi pokok dan pengalaman Bank Indonesia terkait Bauran Kebijakan dalam rangka menjalankan mandat mencapai stabilitas harga dan mendukung Stabilitas Sistem Keuangan (SSK). Bauran kebijakan dimaksud terdiri dari empat elemen pokok, yaitu kebijakan suku bunga, nilai tukar, manajemen aliran modal asing, dan kebijakan makroprudensial. Sementara itu, mandat ganda bank sentral untuk mencapai stabilitas harga dan mendukung SSK ini bersifat saling komplementer. Untuk itu, dalam buku ini dipaparkan empat kasus yang menunjukkan konsistensi antara sasaran stabilitas harga dan SSK, berikut dengan bauran kebijakan yang dapat ditempuh. Penerapan bauran kebijakan ini masih sejalan dengan kerangka kerja kebijakan moneter berdasarkan *Inflation Targeting Framework* (ITF), dengan memasukkan keterkaitan makrofinansial dari sistem keuangan, khususnya asesmen prosiklisitas dan resiko sistemik, serta bauran kebijakan yang konsisten dengan permasalahan yang dihadapi.

Untuk memudahkan masyarakat memahami materi buku ini, Penulis berupaya menuangkannya dengan bahasa yang sederhana. Kami berharap penerbitan buku seri kebanksentralan ini dapat memperkaya khazanah ilmu kebanksentralan. Semoga karya ini dapat bermanfaat. Selamat membaca.

Jakarta, Juni 2016
Bank Indonesia Institute

Dr. Sugeng
Direktur Eksekutif

Pengantar

Krisis keuangan global 2008/2009 menuntut perlunya reformasi atas mandat dan kebijakan bank sentral selama ini. *Pertama*, selain mandat stabilitas harga, bank sentral juga mendapat mandat baru (mandat ganda) yakni turut mendukung stabilitas sistem keuangan (SSK). *Kedua*, kebijakan makroprudensial diperlukan untuk mengatasi prosiklisitas dan risiko sistemik dalam keterkaitan makrofinansial yang sering mendahului dan memperparah krisis finansial. *Ketiga*, stabilitas moneter dan sistem keuangan rentan terhadap volatilitas aliran modal asing, khususnya di negara *Emerging Market Economies* (EMEs), dan oleh karenanya perlu manajemen pengendalian aliran modal asing.

Dalam pelaksanaannya, Bank Indonesia menghadapi tantangan bagaimana bank sentral dapat mengintegrasikan ketiga kebijakan tersebut, yaitu kebijakan moneter, makroprudensial, dan manajemen aliran modal asing, untuk mencapai mandat ganda yakni stabilitas harga dan stabilitas sistem keuangan.

Buku Seri Kebanksentralan ini mengupas materi pokok, landasan pemikiran, dan menjelaskan bauran kebijakan bank sentral sebagai suatu paradigma kebijakan yang muncul sejak krisis keuangan global 2008/2009. Buku ini juga akan menjelaskan bagaimana bauran kebijakan bank sentral tersebut diimplementasikan.

Pada prinsipnya, model bauran kebijakan ini adalah pengembangan kerangka kerja dari kebijakan moneter *Inflation Targeting Framework* (ITF). Dengan memperluas kerangka kerja ini, yakni memasukkan keterkaitan makrofinansial dalam perekonomian domestik dan internasional, suatu bauran kebijakan moneter, makroprudensial, dan manajemen aliran modal asing, di mana kesemuanya itu dirumuskan untuk mencapai mandat ganda bank sentral tersebut. Pengalaman Bank Indonesia dengan penerapan bauran kebijakan seperti ini sejak tahun 2010, telah berperan penting dalam memperkuat ketahanan perekonomian Indonesia menghadapi guncangan krisis keuangan global 2008/2009.

Buku ini merupakan dokumentasi berbagai pemikiran penulis dalam menggagas, merumuskan, dan menerapkan bauran kebijakan tersebut di Bank Indonesia. Kesemuanya ini berbekal dan dibangun dari pengetahuan dan pengalaman penulis selama meniti karir di Bank Indonesia, mengajar di universitas, menjadi Direktur Eksekutif IMF selama masa krisis keuangan global 2008/2009, serta dari berbagai pertemuan komunitas bank sentral dan forum internasional.

Pada kesempatan ini, penulis menyampaikan terima kasih dan penghargaan kepada semua pihak, baik dari Bank Indonesia, pemerintahan, akademisi, komunitas bank sentral dan lembaga internasional, serta lembaga keuangan yang telah menjadi mitra dan banyak memberikan gagasan dan masukan dalam perumusan pemikiran dan penerapan bauran kebijakan tersebut. Demikian pula kepada semua pihak yang selalu memberikan dukungan dalam penulisan buku ini.

Penulis menyadari bahwa rumusan dan penerapan bauran kebijakan bank sentral yang ditulis dalam buku ini masih banyak yang harus disempurnakan. Akhirnya, semoga buku ini dapat menjadi salah satu referensi berguna bagi perumusan kebijakan bank sentral dan pengembangan pengetahuan di dunia akademis.

Jakarta, Mei 2016

Penulis

Daftar Isi

| | |
|--|-----------|
| Sambutan..... | iii |
| Pengantar..... | v |
| Daftar Isi | vii |
| BAB 1 PENDAHULUAN | 1 |
| BAB 2 PERAN BANK SENTRAL DALAM STABILITAS SISTEM KEUANGAN | 4 |
| 2.1. Krisis Global dan Bank Sentral | 4 |
| 2.2. Mandat Ganda Bank Sentral | 8 |
| BAB 3 BAURAN KEBIJAKAN BANK SENTRAL | 15 |
| 3.1. Sasaran dan Instrumen Bauran Kebijakan | 15 |
| 3.2. Kebijakan Moneter dan Stabilitas Sistem Keuangan..... | 18 |
| 3.3. Kebijakan Makroprudensial..... | 21 |
| 3.4. Manajemen Aliran Modal Asing..... | 28 |
| BAB 4 BAURAN KEBIJAKAN BANK INDONESIA | 31 |
| 4.1. Sasaran dan Instrumen Bauran Kebijakan | 31 |
| 4.2. Kebijakan Suku Bunga dan Nilai Tukar | 37 |
| 4.3. Manajemen Aliran Modal Asing..... | 41 |
| 4.4. Kebijakan Makroprudensial..... | 43 |
| 4.5. Pranata Kelembagaan | 46 |
| BAB 5 PENUTUP..... | 48 |
| DAFTAR PUSTAKA..... | 50 |

Daftar Gambar

| | |
|---|----|
| Skema 1 Keterkaitan Antar-Kebijakan Makro-Mikro dan Stabilitas Sistem Keuangan..... | 13 |
| Skema 2 Integrasi Kerangka Kebijakan Moneter dan Makroprudensial ... | 18 |
| Grafik 1 Siklus Kredit Perbankan | 23 |
| Grafik 2 Siklus Aliran Modal Asing..... | 23 |
| Gambar 1 Jejaring Finansial Lengkap | 25 |
| Gambar 2 Jejaring Finansial Terbatas | 25 |

Daftar Tabel

| | |
|---|----|
| Tabel 1 Empat Kasus Stabilitas Harga dan Stabilitas Sistem Keuangan ... | 37 |
|---|----|

BAB 1

PENDAHULUAN

Sekitar dua dekade sebelum terjadinya krisis keuangan global 2008/2009, bank-bank sentral di berbagai negara memfokuskan tujuannya, baik karena amanat undang-undang maupun praktik kebijakannya, pada stabilitas harga (inflasi) guna mendukung pertumbuhan ekonomi. Meski begitu, sebagian bank sentral juga melakukan stabilisasi nilai tukar sebagai bagian untuk mencapai stabilitas harga yang menjadi tujuan utama. Untuk mencapai tujuan utama itu, pada umumnya bank sentral memfokuskan pada tiga tugas, yakni: kebijakan moneter, sistem pembayaran, dan pengawasan bank. Hanya saja, di sejumlah negara, seperti Australia dan Jepang, tugas pengawasan bank dialihkan dari bank sentral ke suatu lembaga yang dibentuk tersendiri. Demikian pula di Korea Selatan dan Indonesia pasca krisis Asia 1997-1998. Alhasil, bank sentral lebih banyak melakukan kebijakan moneter untuk mencapai mandat stabilitas harga tersebut.

Di dalam praktiknya, kerangka kebijakan moneter dengan sasaran stabilitas harga atau dikenal dengan sebutan *Inflation Targeting Framework* (ITF), menjadi sangat terkenal dan banyak dianut di berbagai negara maju maupun negara-negara yang tergolong *Emerging Market Economies* (EMEs), seperti Indonesia. Namun, krisis keuangan global 2008/2009 di tahun 2008, tampaknya telah mengubah secara mendasar cara pandang terhadap mandat dan praktik kebijakan bank sentral. Bukan dikarenakan kebijakan moneter berdasar ITF tersebut gagal. Justru sebaliknya, kebijakan moneter berdasar ITF telah berhasil menurunkan inflasi pada tingkat yang rendah, mendorong pertumbuhan ekonomi, dan penurunan suku bunga selama dua dekade terakhir di banyak negara (Berg, et. al., 2013). Masalahnya adalah, pemfokusan kebijakan moneter bank sentral pada stabilitas harga membuatnya kurang memperhitungkan risiko krisis yang muncul dari keterkaitan sistem keuangan dengan makroekonomi, *macro-financial linkages*. Terlebih lagi, di bank-bank sentral yang tidak lagi diberi tugas pengawasan bank. Begitu pula pengaturan dan pengawasan individual lembaga keuangan (mikroprudensial), juga tidak mampu memitigasi risiko makrofinansial tersebut, karena memang fokusnya hanya pada kesehatan individual lembaga keuangan.

Krisis keuangan Amerika Serikat (AS) tahun 2008 contohnya. Rendahnya inflasi dan suku bunga di era *Great Moderation* telah mendorong peningkatan *risk-taking behaviour*. Fenomena ini tercermin dari maraknya kredit perumahan bank yang kemudian disekuritisasi dan diperdagangkan di dalam sistem keuangan. Keterkaitan makrofinansial dalam *boom* ekonomi di negara adidaya itu meningkatkan risiko sistemik yang berujung pada krisis finansial yang maha dahsyat dan berdampak ke seluruh belahan dunia.

Krisis keuangan global 2008/2009 kembali membuka tabir rentannya sistem ekonomi kapitalis yang mendasarkan pada perdagangan uang dan modal melalui sistem keuangan untuk membiayai investasi. Dalam pernyataan Minsky (1982), ketidakstabilan sistem keuangan merupakan konsekuensi dari ekonomi kapitalis, di mana kenaikan nilai aset dan akumulasi utang berpotensi tidak terkendali. Dalam periode ekonomi sedang menanjak, antara lain didukung oleh stabilitas harga (inflasi) yang terkendali dan suku bunga yang rendah seperti pada era *Great Moderation* di AS, tingkat keuntungan investasi dan kenaikan nilai aset (keuangan dan fisik) akan lebih tinggi dari suku bunga utang atau biaya modal. Persepsi bahwa keuntungan investasi akan terus tinggi pada periode *boom* ekonomi akan mendorong semakin maraknya perdagangan uang dan modal untuk membiayai investasi tersebut. Akumulasi utang, apakah dari kredit perbankan atau utang luar negeri, semakin tidak terkendali. Investor spekulatif dan ponzi semakin mendominasi dibanding investor yang berhati-hati dan melakukan lindung nilai (*hedging*). Hingga akhirnya investasi spekulatif dan ponzi tersebut merugi dan menimbulkan ketidakstabilan sistem keuangan. Sehingga, menurut Minsky, sumber dari instabilitas adalah stabilitas itu sendiri atau *stability is destabilizing*. Kondisi ekonomi *boom* kemudian *bust* di dalam siklus keuangan akhirnya akan mendorong ekonomi jatuh ke dalam krisis.

Singkatnya, untuk mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan, bank sentral tidak cukup hanya melakukan kebijakan moneter untuk mencapai stabilitas harga (dan stabilitas nilai tukar) saja. Bank sentral perlu mendorong stabilitas sistem keuangan melalui pengaturan dan pengawasan makroprudensial terhadap sistem keuangan dari perspektif makro dan fokus pada risiko sistemik guna mendukung perlemahan ekonomi yang berkelembagaan. Pertanyaannya, bagaimana hal ini dapat dilakukan?

Untuk menjawabnya, buku ini akan menjelaskan berbagai pemikiran dan praktik terkini mengenai pentingnya bauran kebijakan bank sentral untuk

mencapai stabilitas harga dan stabilitas sistem keuangan, dalam rangka mendorong pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Secara khusus, buku ini akan menunjukkan bahwa bauran kebijakan bank sentral sebagai paradigma baru yang secara konseptual koheren dan secara praktik dapat diterapkan. Untuk itu, dalam pembahasannya dibagi ke dalam tiga bagian. *Pertama*, diuraikan bagaimana implikasi krisis keuangan global 2008/2009 terhadap peran bank sentral dan perlunya mandat ganda bank sentral dalam mencapai stabilitas harga dan mendukung stabilitas sistem keuangan. *Kedua*, ditunjukkan bagaimana bauran kebijakan dirumuskan untuk mencapai mandat ganda stabilitas harga dan stabilitas sistem keuangan dimaksud, khususnya integrasi dari kebijakan moneter, kebijakan makroprudensial, dan manajemen aliran modal asing. *Ketiga*, dijelaskan bagaimana bauran kebijakan di Bank Indonesia dirumuskan dan diterapkan dalam tiga episode sejak tahun 2010. Secara keseluruhan, penerapan bauran kebijakan Bank Indonesia dimaksud berperan penting dalam memperkuat ketahanan ekonomi Indonesia menghadapi gejolak dan ketidakpastian ekonomi dan keuangan dunia sejak krisis keuangan global 2008/2009.

BAB 2

PERAN BANK SENTRAL DALAM STABILITAS SISTEM KEUANGAN

2.1. Krisis Keuangan Global 2008/2009 dan Bank Sentral

Krisis keuangan global 2008/2009, dan krisis-krisis yang berulang terjadi sebelumnya, telah berdampak sangat buruk terhadap sistem keuangan, perekonomian, kondisi fiskal, dan kesejahteraan masyarakat. Demikian pula sebaliknya, pengelolaan ekonomi, perilaku agen ekonomi, pengelolaan fiskal, utang luar negeri, dan lain-lain yang tidak tepat juga menjadi penyebab timbulnya krisis ekonomi. Kita menyaksikan krisis Amerika Latin pada dekade 1980-an yang disebabkan oleh ekspansi fiskal dan akumulasi utang pemerintah secara berlebihan. Kita juga merasakan hal yang sama pada krisis Asia 1997-1998 yang didorong oleh *boom* ekonomi pasca liberalisasi keuangan dekade 1980-an, yang kemudian mendorong pertumbuhan kredit yang tinggi, gelembung properti atau *property bubbles*, akumulasi utang luar negeri swasta secara berlebihan. Kita juga sedikit terkena dampak krisis di AS tahun 2008/2009, karena *boom* sektor perumahan AS yang dibiayai dari kredit perbankan dan sekuritisasi kredit hipotik kelas dua, *subprime mortgage securities*, akhirnya macet secara massal.

Bahwa akar permasalahan terjadinya krisis itu dari akumulasi utang secara berlebihan seiring dengan peningkatan *risk-taking behavior*, baik yang dilakukan pemerintah maupun swasta, telah terbukti dari sejarah panjang krisis dalam peradaban manusia (Reinhart dan Rogoff, 2009; Kindleberger, 1978). Demikian pula, bahwa prosiklisitas gelembung properti dan *boom* kredit yang mendahului dan menyebabkan krisis di banyak negara bukanlah hal baru (Claessens dan Kose, 2013). Dalam perkembangannya, krisis ekonomi semakin sering terjadi dan menjadi multidimensi dari krisis nilai tukar, utang, dan sistem keuangan, yang telah terbukti di banyak negara (Bordo, et.al., 2001).

Setiap terjadi krisis, secara natural, berbagai upaya dilakukan untuk mencegah agar krisis tidak terulang kembali. Reformulasi kebijakan ditempuh untuk mengatasi permasalahan yang terjadi. Reformasi mandat dan pranata

kelembagaan pada sejumlah otoritas perumus kebijakan juga diperkuat. Pasca krisis Asia 1997/1998, misalnya, pemfokusan tugas pada sejumlah otoritas menjadi pendekatan yang dianggap tepat. Kementerian Keuangan menangani kebijakan fiskal. Bank sentral difokuskan pada mandat stabilitas harga (dan nilai tukar) melalui kebijakan moneter. Pengaturan dan pengawasan lembaga perbankan yang semula merupakan peran bank sentral dalam Stabilitas Sistem Keuangan (SSK) dipisahkan dari bank sentral dan dibentuk otoritas tersendiri, seperti di Korea Selatan dan Indonesia. Bahkan, independensi masing-masing otoritas pun diperkuat agar lebih efektif melahirkan kebijakan. Dalam satu aspek, pendekatan ini dimotivasi oleh gerakan demokratisasi yang semakin menjadi model di dunia. Dalam aspek yang lain, perubahan tersebut didorong oleh perkembangan dunia akademis yang merekomendasikan perlunya pemfokusan satu instrumen untuk satu tujuan, sejalan dengan kaidah Tinbergen.

Hanya saja, yang terlupakan adalah, bahwa berbagai kebijakan tersebut harus saling terkait guna mencapai pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan stabilitas yang terjaga. Pemfokusan kebijakan pada masing-masing otoritas tetap baik dilakukan, akan tetapi perlu dibentuk mekanisme koordinasi antarkebijakan untuk mencapai tujuan pembangunan ekonomi. Kebijakan reformasi struktural di sektor riil perlu ditempuh guna meningkatkan kapasitas dan ketahanan struktur perekonomian. Kebijakan fiskal dan moneter perlu dikoordinasikan agar tercapai stabilitas makroekonomi guna mendukung pertumbuhan ekonomi yang tinggi. Sedangkan untuk memperkuat kesehatan individual lembaga keuangan, pengaturan dan pengawasan individual lembaga keuangan perlu dikoordinasikan dengan kebijakan moneter dan resolusi kegagalan lembaga keuangan. Demikian pula tata kelola masing-masing lembaga perlu diperkuat, baik dari sisi proses perumusan kebijakan maupun akuntabilitas dan transparansi kebijakan. Krisis keuangan global 2008/2009 menyadarkan kita akan saling keterkaitan antarberbagai kebijakan tersebut.

Lebih dari itu, pelajaran dari krisis keuangan global 2008/2009 menekankan pentingnya meletakkan sistem keuangan, tidak saja dari aspek kesehatan individual lembaga keuangan tapi juga fungsinya yang sangat vital dalam proses perputaran uang dan pembiayaan bagi perekonomian. Kesehatan individual lembaga keuangan memang penting, khususnya bagi perlindungan deposan dan investor. Tetapi stabilitas dan kelancaran fungsi sistem keuangan dalam perputaran uang dan pembiayaan ekonomi lebih penting

lagi. Keterkaitan sistem keuangan dengan makroekonomi, *macro-financial linkages*, sangat erat, dan justru ketidakseimbangan dalam makrofinansial ini yang sering mengakselerasi ketidakseimbangan dalam makroekonomi dan kemudian menimbulkan krisis keuangan dan krisis ekonomi. Ketidakstabilan sistem keuangan dalam sistem ekonomi kapitalis seperti yang diingatkan Minsky (1982), perlu benar-benar dipahami dan dijadikan referensi penting dalam reformulasi kebijakan dan reformasi kelembagaan sebagai bagian dari upaya mencegah krisis.

Lalu, bagaimana krisis keuangan global 2008/2009 membawa implikasi pada mandat, kebijakan, dan kelembagaan bank sentral? *Pertama*, selain mandat stabilitas harga, bank sentral perlu mempunyai mandat untuk mendukung stabilitas sistem keuangan. Dari satu sisi, kebijakan moneter berdampak pada stabilitas sistem keuangan melalui suku bunga, nilai tukar, likuiditas dan kredit perbankan, serta keputusan perusahaan dan investor dalam melakukan investasi. Pengalaman AS secara jelas menunjukkan hal ini, di mana inflasi dan suku bunga yang rendah di era *Great Moderation* menyebabkan *housing bubbles*, *boom* kredit, perilaku berisiko berlebihan, serta tingkat utang dan *leverage* yang tinggi. Demikian pula krisis Asia 1997/1998 menunjukkan bagaimana dekade *East Asian Miracle* (era tahun 1960-an hingga 1990-an) menimbulkan ketidakseimbangan makrofinansial yang kemudian terkuak dari krisis: *boom* kredit, *property bubbles*, dan akumulasi utang luar negeri swasta yang berlebihan. Di sisi lain, kestabilan sistem keuangan sangat menentukan efektivitas transmisi kebijakan moneter dalam mengawal perekonomian. Pengamatan terkini di negara-negara maju, khususnya di AS, kawasan Euro, dan Jepang, menunjukkan bagaimana kurang efektifnya kebijakan moneter ultra-longgar dan suku bunga mendekati nol dalam mengangkat pertumbuhan ekonomi, sebab terkendala oleh proses *deleveraging* dan restrukturisasi sektor keuangan yang ambruk akibat krisis keuangan global 2008/2009. Hubungan antara stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan sangatlah erat, saling komplementer, dan bahkan saling memperkuat.

Kedua, ketidakseimbangan makrofinansial yang tercermin pada prosiklisitas keuangan dan risiko sistemik tidak dapat diatasi melalui kebijakan suku bunga atau pengaturan dan pengawasan mikroprudensial. Kebijakan moneter pada umumnya kurang sepenuhnya memasukkan akumulasi risiko sistemik dari *asset price bubbles* atau *leverages*, dan mengasumsikan pengaturan dan pengawasan mikroprudensial dapat mengatasi akumulasi risiko tersebut yang pada kenyataannya tidak (IMF, 2010). Kebijakan moneter

dapat saja “*lean against the wind*” untuk memitigasi *asset price bubbles*, misalnya dengan menaikkan suku bunga dalam hal terjadi kenaikan harga properti yang tinggi. Akan tetapi, pasar properti lebih banyak didorong oleh faktor-faktor di luar suku bunga, khususnya kuatnya ekspektasi bahwa harga properti akan terus naik dan kemudahan dalam memperoleh pembiayaan, baik dari perbankan, *developer*, utang luar negeri, dan bahkan dari hasil kenaikan harga properti itu sendiri. Kenaikan suku bunga juga berdampak pada seluruh sektor ekonomi, tidak semata pada pasar properti. Demikian pula, pengaturan dan pengawasan mikroprudensial, hanya fokus pada kesehatan individual lembaga keuangan untuk perlindungan konsumen (depositor dan investor). Padahal, dapat saja pengaturan mikroprudensial dipergunakan untuk memitigasi *housing bubbles*, misalnya melalui peningkatan bobot risiko dalam persyaratan permodalan. Tetapi di sinilah masalahnya, persyaratan permodalan berdasar perhitungan risiko itu sendiri cenderung prosiklikal: lebih rendah pada saat ekonomi sedang menanjak dan lebih tinggi pada waktu resesi. Dengan pertimbangan konseptual dan mendasar ini, kebijakan (pengaturan dan pengawasan) makroprudensial menjadi instrumen penting untuk mengatasi prosiklisitas makrofinansial dan risiko sistemik sistem keuangan. Dan bank sentral merupakan lembaga yang paling tepat untuk melaksanakan tugas kebijakan makroprudensial dimaksud.

Ketiga, fenomena volatilitas aliran modal asing semakin tinggi sejak krisis keuangan global 2008/2009. Dalam periode 2009-2013, aliran masuk modal asing ke EMEs sangat besar, didorong oleh tingginya akses likuiditas global karena stimulus moneter besar-besaran dan suku bunga mendekati nol di negara maju yang mencari imbal hasil yang lebih tinggi. Akan tetapi, FED *taper tantrum* pada Mei 2013 telah mengubah perilaku aliran modal asing tersebut, yaitu volatilitasnya sangat tinggi dan rentan terhadap perubahan persepsi investor yang sering bereaksi terhadap perubahan informasi dan berita terbaru. Meskipun aliran modal asing yang besar telah diakui manfaatnya bagi perekonomian, namun jika tidak dikelola dengan baik akan menyebabkan EMEs rentan terhadap ketidakseimbangan makrofinansial dan risiko sistemik. Kawai dan Takagi (2008) menyebut tiga jenis risiko yang timbul dari aliran modal asing, yaitu: (i) risiko makroekonomi dari pertumbuhan kredit yang cepat, ketidakseimbangan neraca transaksi berjalan, dan apresiasi nilai tukar yang terlalu kuat; (ii) risiko ketidakstabilan sistem keuangan karena risiko maturitas dan valuta asing (*maturity and currency mismatches*) dan penurunan kualitas aset; (iii) risiko *sudden-stop* yaitu

pembalikan modal asing jangka pendek ke luar negeri dalam jumlah yang besar. Respon suku bunga dan fleksibilitas nilai tukar tetap perlu dilakukan untuk memitigasi risiko-risiko tersebut. Akan tetapi, volatilitas aliran modal asing memerlukan pengaturan khusus manajemen aliran modal asing untuk mendukung kebijakan suku bunga dan nilai tukar dimaksud dalam mencapai stabilitas moneter dan mendorong stabilitas sistem keuangan.

Yang menjadi pertanyaan kemudian, bagaimana bank sentral dapat mengintegrasikan kebijakan moneter, kebijakan makroprudensial, dan manajemen aliran modal asing tersebut dalam suatu bauran kebijakan untuk mencapai stabilitas moneter dan mendukung stabilitas sistem keuangan?

Kerangka kebijakan moneter di dalam bank sentral yang sudah mapan menjadi landasan kuat. Lebih dari dua dekade, bank-bank sentral telah berhasil menciptakan stabilitas harga di berbagai negara, baik negara maju maupun EMES. Sebagian keberhasilan ini karena pertukaran pengalaman dalam komunitas bank sentral yang demikian erat, sebagian lain didukung oleh penerapan ITF secara kredibel. Kerangka kerja ini telah mampu membawa penurunan tren inflasi jangka panjang, pertumbuhan ekonomi yang tinggi, dan penurunan suku bunga di banyak negara (Berg, et. al., 2013).

Sejumlah fitur penting dari kerangka kerja yang mendukung kredibilitas kebijakan moneter itu termasuk: kejelasan target inflasi yang akan dicapai, model analisis dan prakiraan makroekonomi yang kuat, konsistensi kebijakan suku bunga untuk mencapai target inflasi, proses perumusan kebijakan yang formal dan reguler, publikasi prakiraan inflasi dan komunikasi lainnya untuk menjangkar ekspektasi inflasi. Kerangka kerja dengan analisis dan prakiraan makroekonomi seperti ini dapat dengan mudah diperluas dengan memasukkan keterkaitan makrofinansial, khususnya melalui sistem keuangan dan aliran modal asing, sebagai dasar perumusan bauran kebijakan moneter, kebijakan makroprudensial, dan manajemen aliran modal asing tersebut.

2.2. Mandat Ganda Bank Sentral

Dewasa ini, telah semakin luas dukungan bagi bank sentral untuk berperan dalam stabilitas sistem keuangan (*Bank for International Settlements*, BIS, 2011), sehingga bank sentral akan mempunyai mandat ganda yaitu mencapai stabilitas harga dan mendukung stabilitas sistem keuangan. Apa itu stabilitas sistem keuangan (SSK), dan bagaimana peran bank sentral dalam mendukung

SSK itu? Meskipun referensi akademis terkait “ketidakstabilan keuangan” dapat dirujuk dari pemikiran Minsky (1982), namun terjadinya krisis keuangan global 2008/2009 membuat isu ini menjadi fokus perhatian serius dari para pembuat kebijakan di berbagai belahan dunia. Alhasil, rumusan definisi mengenai “stabilitas sistem keuangan” tidak selalu sama persis di antara para pembuat kebijakan dan di dunia akademis. Namun begitu, pada dasarnya SSK merujuk pada kondisi di mana sistem keuangan berfungsi secara baik di dalam perekonomian dan menunjukkan ketahanan terhadap berbagai gejolak yang mungkin terjadi.

Sejumlah definisi dalam dunia akademis mengkontraskan SSK dengan kondisi yang dapat menimbulkan krisis. Allen dan Wood (2006), misalnya, merujuk “ketidakstabilan keuangan” sebagai “*episodes in which a large number of parties, whether they are households, companies or governments, experience financial crises which are not warranted by their previous behavior and where these crises collectively have seriously adverse macroeconomic effects*”. “Kestabilan keuangan” selanjutnya diartikan sebagai “*a state of affairs in which an episode of financial instability is unlikely to occur.*”

Definisi yang lebih praktikal dapat ditemukan di banyak bank sentral. Sebagai contoh, bank sentral Uni Eropa, *European Central Bank* (ECB), mendefinisikan “*financial stability as a condition in which the financial system – intermediaries, markets and market infrastructures – can withstand shocks without major disruption in financial intermediation and in the general supply of financial services*”.

Dalam semangat yang sama, UU No 9 Tahun 2016 Tentang Pencegahan dan Penanganan Krisis Sistem Keuangan (selanjutnya disebut UU PPKSK) mendefinisikan: “Stabilitas Sistem Keuangan adalah kondisi Sistem Keuangan yang berfungsi efektif dan efisien serta mampu bertahan dari gejolak yang bersumber dari dalam negeri dan luar negeri,” dengan merujuk: “Sistem Keuangan adalah sistem yang terdiri atas lembaga jasa keuangan, pasar keuangan, dan infrastruktur keuangan, termasuk sistem pembayaran, yang berinteraksi dalam memfasilitasi pengumpulan dana masyarakat dan pengalokasiannya untuk mendukung aktivitas perekonomian nasional.”

Dari definisi-definisi tersebut, setidaknya terdapat lima aspek penting yang perlu ditekankan. *Pertama*, kesehatan individual lembaga keuangan sangat penting tetapi tidaklah cukup (*necessary but not sufficient*). Stabilitas sistem keuangan (SSK) terkait dengan bagaimana sistem keuangan berfungsi untuk

dan mampu bertahan terhadap gejolak di dalam perekonomian. Karenanya, kuncinya adalah pada keterkaitan makrofinansial dari sistem keuangan dengan aktivitas perekonomian daripada kesehatan individual lembaga keuangan.

Kedua, sejarah menunjukkan terdapat empat jenis keterkaitan makrofinansial yang sering menyebabkan krisis, yaitu: *asset bubbles* (baik finansial dan properti), *boom* kredit, akumulasi utang secara berlebihan, dan pembalikan modal asing secara tiba-tiba atau *sudden-stop* (Reinhart dan Rogoff, 2009; Claessens dan Kose, 2013). Ketidakseimbangan yang muncul dari empat keterkaitan makrofinansial tersebut sering menimbulkan prosiklisitas keuangan, dengan akselerasi pertumbuhan yang lebih cepat dari pertumbuhan ekonomi pada masa ekspansi ekonomi, dan sebaliknya tumbuh lebih lambat dan bahkan cenderung memperburuk siklus ekonomi pada masa resesi. Fenomena prosiklisitas ini, bila tidak dikelola dengan baik, akan mempercepat *boom-bust* dalam siklus keuangan yang dapat berujung pada terjadinya krisis. Lebih dari itu, prosiklisitas keuangan tersebut sering mendahului terjadinya krisis finansial (Claessens, et. al., 2011; Jorda, et. al., 2011), dan karenanya perlu diantisipasi dan dicegah lebih dini. Kita menyaksikan fenomena ini dalam krisis Amerika Latin, krisis Asia, krisis AS, krisis Eropa, dan juga krisis keuangan global 2008/2009 terkini.

Ketiga, kebijakan pengendalian gejolak perekonomian domestik dan kemampuan mengantisipasi gejolak dari luar negeri sangat penting untuk mendukung terjaganya SSK. Ekspansi permintaan domestik yang jauh lebih cepat dari kapasitas perekonomian menyebabkan pemanasan ekonomi tercermin, antara lain, pada tingginya inflasi, dan/atau defisit transaksi berjalan, dan/atau defisit fiskal. Ketidakseimbangan makroekonomi ini sering juga menimbulkan atau beriringan dengan terjadinya ketidakseimbangan makrofinansial, seperti diuraikan di atas. Demikian pula, risiko kegagalan terhadap SSK dapat berasal dari dampak rambatan *spillover* gejolak perekonomian global dan/atau kawasan Asia. Pemicunya bisa karena krisis yang terjadi tiba-tiba, atau karena perubahan kebijakan di negara lain. Gejolak eksternal tersebut dapat menimbulkan *sudden-stop* yaitu pembalikan aliran modal asing secara mendadak dalam jumlah besar, yang kemudian menimbulkan tekanan dan krisis nilai tukar, krisis pembayaran, krisis utang luar negeri, dan krisis finansial dan perekonomian. Karenanya, terjaganya SSK memerlukan kebijakan makroekonomi (fiskal dan moneter), reformasi struktural di sektor riil, maupun manajemen dan pengendalian aliran modal asing.

Keempat, sementara krisis dapat dipicu dari kegagalan suatu lembaga keuangan, meletusnya gelembung prosiklisitas ketidakseimbangan makrofinansial, atau gejala perekonomian domestik atau internasional, pewabahan *contagion* menjadi krisis sistemik ke seluruh sistem keuangan dapat terjadi sangat cepat, karena eratnya interkoneksi dan jejaring di dalam pasar dan infrastruktur keuangan, termasuk sistem pembayaran (Allen, et. al., 2010; Acemoglu, et.al., 2015). Krisis nilai tukar, misalnya, dapat dipicu karena pembalikan aliran modal asing atau dampak rambatan dari global atau regional, yang kemudian mewabah karena eratnya interkoneksi dan jatuhnya pasar valuta asing (Calvo dan Reinhart, 2000). Semuanya ingin membeli dan tidak ada pemasok valuta asing kecuali bank sentral. Demikian pula kegagalan *individual bank runs* dapat mengakibatkan *bank contagion* karena interkoneksi dan keringnya likuiditas di pasar uang antar bank (Freixas, et. al., 2000; Morris dan Shin, 2004). Globalisasi juga menyebabkan pewabahan yang meluas ke banyak negara karena terjadinya interkoneksi dan jejaring di antara lembaga, pasar dan infrastruktur keuangan antarnegara.

Kelima, puncak dari krisis secara luas terjadi manakala pewabahan melalui interkoneksi dan jejaring keuangan disertai dengan perilaku laah (*herding behavior*) dan pewabahan informasi atau *information contagion* (Acharya dan Yorulmazer, 2003; Bikhchandani dan Sharma, 2001). Kepanikan di antara pelaku pasar, para deposan, atau bahkan lembaga keuangan karena laah dan penyebaran informasi ini semakin memperburuk krisis finansial yang mengakibatkan terjadinya jual obral aset (*fire sales*), kekeringan likuiditas, dan ambruknya pasar keuangan. Krisis sekuritas hipotik kelas dua, *subprime mortgage*, di AS menunjukkan bagaimana pewabahan dengan cepat meluas melalui dampak jual obral di dalam pasar keuangan dan keketatan kredit di sistem perbankan (Diamond dan Rajan, 2010). Pewabahan informasi dan perilaku laah kemudian menyebabkan krisis *subprime* tersebut dengan cepat menjadi krisis finansial yang meluas dan sangat kompleks, tidak hanya di AS tetapi juga di Eropa dan seluruh dunia.

Karena begitu luas dan besarnya dampak negatif dari krisis, SSK jelas memerlukan langkah dan tanggung jawab bersama. Tidak bisa dan tidak boleh satu lembaga secara sendiri diberi tanggung jawab atas keseluruhan mandat menjaga SSK. Ada keharusan, dan sekarang menjadi praktik yang dijumpai di berbagai negara, untuk membentuk suatu mekanisme atau kelembagaan koordinasi kebijakan antarlembaga dalam menjaga SSK secara keseluruhan pada tingkat nasional.

Otoritas pengawas perbankan dan jasa keuangan bertanggung jawab atas kesehatan individual lembaga keuangan untuk perlindungan deposan, investor dan konsumen melalui pengaturan dan pengawasan mikroprudensial. Bank sentral bertanggung jawab dalam pengaturan dan pengawasan makroprudensial untuk memitigasi risiko ketidakseimbangan makrofinansial dan risiko sistemik dari sistem keuangan, di samping tugas kebijakan moneter, sistem pembayaran, dan sebagai *lender of last resort*. Lembaga asuransi deposito berperan penting dalam mengatasi risiko pewabahan informasi dari *bank runs* untuk perlindungan deposan, di samping perlu terlibat dalam tindakan dini dan resolusi terhadap penanganan bank bermasalah. Dan pemerintah, melalui kementerian keuangan, perlu memimpin koordinasi SSK di tingkat nasional untuk mencegah agar tidak menimbulkan krisis perekonomian dan beban yang berat terhadap fiskal dan masyarakat.

Bank sentral merupakan lembaga yang paling tepat untuk melakukan tugas pengaturan dan pengawasan makroprudensial. Bank sentral telah mempunyai kapasitas untuk melakukan *surveillance* makroekonomi dan makrofinansial, serta instrumen untuk melakukan kebijakan makroprudensial (Kawai dan Morgan, 2012). Lebih dari itu, studi dari 13 negara maju dan EMEs oleh BIS (2011) menyimpulkan bahwa bank-bank sentral harus terlibat langsung dalam perumusan dan pelaksanaan kebijakan SSK agar efektif.

Setidaknya terdapat tiga alasan yang melandasi argumen tersebut. *Pertama*, kerangka kerja dan pelaksanaan tugas kebijakan moneter menempatkan bank sentral pada fokus analisis dan proyeksi makroekonomi serta pemahaman yang baik atas pasar, lembaga dan infrastruktur keuangan; suatu kapabilitas yang sangat penting untuk tugas kebijakan makroprudensial. *Kedua*, ketidakstabilan sistem keuangan dapat disebabkan oleh dan berdampak besar terhadap kinerja perekonomian, dengan konsekuensi yang sangat mendasar pada aktivitas perekonomian, stabilitas harga dan nilai tukar, serta efektivitas transmisi kebijakan moneter. Bank-bank sentral telah terbiasa melakukan asesmen terhadap keterkaitan sistem keuangan dan perekonomian, aspek makrofinansial yang menjadi fokus kebijakan makroprudensial. *Ketiga*, bank sentral adalah lembaga yang menjadi sumber likuiditas di dalam sistem keuangan dan perekonomian, baik melalui kebijakan moneter maupun fungsi *lender of last resort*, dan ketersediaan likuiditas sangat penting bagi terjaganya SSK.

Uraian di atas menunjukkan bahwa bank sentral perlu mempunyai mandat ganda, yaitu mencapai stabilitas harga (dan nilai tukar) dan mendukung terjaganya SSK. Mandat pertama, yaitu stabilitas harga (dan nilai tukar): dilakukan melalui kebijakan moneter (termasuk manajemen aliran modal asing), makroprudensial, dan sistem pembayaran. Mandat kedua, yaitu mendukung SSK: terutama dilakukan melalui pengaturan dan pengawasan makroprudensial sebagaimana diuraikan dalam aspek kedua dari SSK di atas.

Selain itu, bank sentral juga mendukung SSK melalui pelaksanaan kebijakan moneter, sistem pembayaran, dan manajemen aliran modal. Kebijakan moneter mendukung SSK ditempatkan dari sisi menghindari gejolak perekonomian sebagai bagian dari aspek ketiga SSK di atas, di samping sasaran utamanya adalah untuk mencapai stabilitas harga (dan nilai tukar). Untuk itu, di dalamnya termasuk pengaturan dan pengawasan terhadap pasar uang dan pasar valuta asing sebagai bagian integral kebijakan moneter. Kewenangan ini juga mendukung SSK dari sisi terjaganya risiko sistemik yang dapat muncul dari interkoneksi dan jejaring finansial sebagai bagian dari aspek keempat SSK di atas.

Skema 1.
Keterkaitan Antar-Kebijakan Makro-Mikro dan Stabilitas Sistem Keuangan



Pertimbangan yang sama juga berlaku bagi kewenangan bank sentral di bidang sistem pembayaran, di samping sasaran utamanya adalah untuk mencapai kelancaran, efisiensi dan keamanan sistem pembayaran, serta tidak dapat dipisahkan untuk efektivitas kebijakan moneter. Sementara itu, kewenangan bank sentral dalam manajemen aliran modal asing adalah mendukung SSK guna menghindari gejolak perekonomian dari aspek ketiga di atas, di samping sasaran utamanya untuk mendukung stabilitas nilai tukar dan menghindari krisis *sudden-stop* dan neraca pembayaran.

Skema 1 menunjukkan bagaimana sistem keuangan dilihat dari empat dimensi dan respon kebijakan yang diperlukan, yaitu: mikro sektor keuangan, makro nasional, makro internasional, serta keterkaitan makrofinansial. Tiga dimensi pertama telah menjadi perhatian sebelum krisis keuangan global 2008/2009, sementara dimensi keempat sebagai dimensi baru sejak krisis keuangan global 2008/2009. Sebelum krisis keuangan global 2008/2009, seperti tampak pada tiga bagian atas dalam skema tersebut, untuk pengelolaan ekonomi dan pencegahan krisis lebih banyak perhatian ditujukan pada pengaturan dan pengawasan mikroprudensial, kebijakan makroekonomi (fiskal dan moneter), serta manajemen aliran modal asing untuk menjaga kesehatan individual lembaga keuangan, stabilitas makroekonomi (inflasi, nilai tukar, defisit fiskal, dan defisit transaksi berjalan), serta ketahanan dalam menghadapi dampak rambatan dan gejolak internasional.

Dimensi baru yang berkembang pasca krisis keuangan global 2008/2009, seperti tampak pada bagian bawah dalam skema tersebut, adalah perlunya menempatkan sistem keuangan dalam fungsinya bagi perekonomian, yang dapat memunculkan ketidakseimbangan makrofinansial. Inilah yang perlu diatasi dengan kebijakan (pengaturan dan pengawasan) makroprudensial atas lembaga keuangan dari perspektif makrofinansial dan risiko sistemik. Keterkaitan berbagai kebijakan ini diperlukan untuk mendukung pertumbuhan ekonomi secara berkelanjutan dengan stabilitas makroekonomi dan SSK yang terjaga. Suatu protokol koordinasi pencegahan dan penanganan krisis antar lembaga sangat penting untuk mencapai SSK tersebut.

BAB 3

BAURAN KEBIJAKAN BANK SENTRAL

3.1. Sasaran dan Instrumen Bauran Kebijakan

Sasaran bauran kebijakan bank sentral adalah untuk mencapai stabilitas harga dan mendukung stabilitas sistem keuangan (SSK). Instrumen yang digunakan adalah: kebijakan moneter, kebijakan makroprudensial, dan manajemen aliran modal asing, di samping kebijakan di bidang sistem pembayaran dan pendalaman pasar keuangan. Pertanyaannya, bagaimana bank sentral mengintegrasikan instrumen-instrumen tersebut dalam perumusan kebijakan bank sentral untuk mencapai mandat ganda dimaksud?

Sebagaimana yang telah diuraikan di atas, kerangka kebijakan moneter yang sekarang sudah mapan untuk mencapai stabilitas harga (dan stabilitas nilai tukar) sehingga dapat menjadi landasan yang kuat bagi bauran kebijakan tersebut. Dampak dari perekonomian global juga telah dimasukkan. Yang diperlukan adalah tinggal memperluas kerangka kebijakan tersebut untuk mencakup keterkaitan makrofinansial di dalam sistem keuangan. Di samping analisis dan prakiraan makroekonomi domestik dan global yang sudah ada, asesmen mengenai ketidakseimbangan makrofinansial dapat dititikberatkan pada empat prosiklisitas dan risiko sistemik yang sering menjadi penyebab krisis, yakni: *asset bubbles* (baik finansial dan properti), *boom* kredit, akumulasi utang luar negeri, dan volatilitas aliran modal asing. Analisis dan prakiraan makroekonomi dan makrofinansial dimaksud menjadi dasar dalam perumusan bauran kebijakan yang optimal yang dapat ditempuh bank sentral.

Dengan pemikiran ini, tiga konsepsi penting di bawah ini melandasi bangunan pokok dari bauran kebijakan bank sentral:

- *Pertama*, kebijakan moneter tetap diarahkan untuk mencapai stabilitas harga, dengan memberi pertimbangan yang lebih pada harga aset (finansial dan properti). Seperti diketahui, *asset prices bubbles* umumnya membesar pada periode ekonomi meningkat yang kemudian pecah sehingga dapat menyebabkan krisis finansial dan resesi ekonomi. Karenanya, pertimbangan dimensi stabilitas harga perlu diperluas, tidak hanya pada inflasi IHK tetapi juga, secara langsung atau tidak langsung, mencakup

pula stabilitas nilai tukar, *yield* obligasi dan harga saham, demikian juga harga properti.

- *Kedua*, kebijakan makroprudensial mencakup pengaturan dan pengawasan terhadap lembaga jasa keuangan dari perspektif makro dan berfokus pada risiko sistemik dalam rangka mendorong SSK. Kebijakan ini diarahkan pada risiko prosiklisitas dari keterkaitan makrofinansial sistem keuangan (dimensi antarwaktu atau *time dimension*), maupun akumulasi risiko sistemik yang muncul dari interkoneksi dan jejaring dari lembaga, pasar dan infrastruktur keuangan, termasuk sistem pembayaran (dimensi antarsektor atau *cross-section dimension*).
- *Ketiga*, manajemen aliran modal asing diarahkan untuk memitigasi risiko prosiklisitas dan risiko sistemik yang muncul dari akumulasi utang luar negeri dan volatilitas aliran modal asing. Kebijakan ini sangat penting untuk mendukung stabilitas nilai tukar dan juga sebagai elemen penting dari upaya pencegahan krisis neraca pembayaran dan *sudden-reversal* yang sering menimbulkan krisis finansial.

Pendalaman pasar keuangan sangat penting untuk mendukung efektivitas bauran kebijakan bank sentral tersebut. Seperti diketahui, pasar keuangan yang maju dan efisien akan memperkuat efektivitas transmisi kebijakan moneter dari jalur suku bunga, nilai tukar, likuiditas dan kredit perbankan, ataupun perilaku berisiko. Pendalaman pasar keuangan juga akan mendukung intermediasi dari aliran modal asing untuk pembiayaan perekonomian, di samping memungkinkan fleksibilitas nilai tukar dan mengurangi risiko yang ditimbulkannya. Berkembangnya inovasi produk keuangan dan diversifikasi portfolio investasi melalui pendalaman pasar keuangan juga dapat mendukung stabilitas moneter dan sistem keuangan. Kendati demikian, pengaturan prudensial dan *market conduct* perlu diperkuat dengan berkembangnya pasar keuangan tersebut.

Sebagaimana dijelaskan dalam bagian-bagian selanjutnya, inovasi produk keuangan dan diversifikasi portfolio akan mendorong semakin eratnya interkoneksi dan jejaring finansial, dan karenanya juga akan meningkatkan risiko sistemik terhadap SSK. Pertimbangan yang sama juga berlaku bagi kewenangan bank sentral di bidang sistem pembayaran. Semakin eratnya interkoneksi dan berkembangnya inovasi instrumen sistem pembayaran akan mendukung kelancaran dan efisiensi berbagai transaksi ekonomi dan

keuangan, di samping efektivitas kebijakan moneter. Akan tetapi, pengaturan dan pengawasan terhadap sistem pembayaran perlu diperkuat agar manfaat positif ini tidak menimbulkan risiko sistemik pada SSK.

Bauran kebijakan bank sentral tersebut, baik bangunan pokok kebijakan moneter, makroprudensial, dan manajemen aliran modal asing maupun kebijakan pendukung pendalaman pasar keuangan dan sistem pembayaran, secara konseptual koheren dan secara praktik dapat diterapkan. Tantangannya adalah bagaimana menginternalisasikannya ke dalam proses perumusan kebijakan yang terintegrasi di bank sentral. Penerapannya perlu didukung oleh, antara lain, model analisis dan prakiraan makroekonomi dan makrofinansial serta proses perumusan kebijakan yang konsisten dan terintegrasi dalam suatu kerangka kerja bauran kebijakan yang tertata dengan baik.

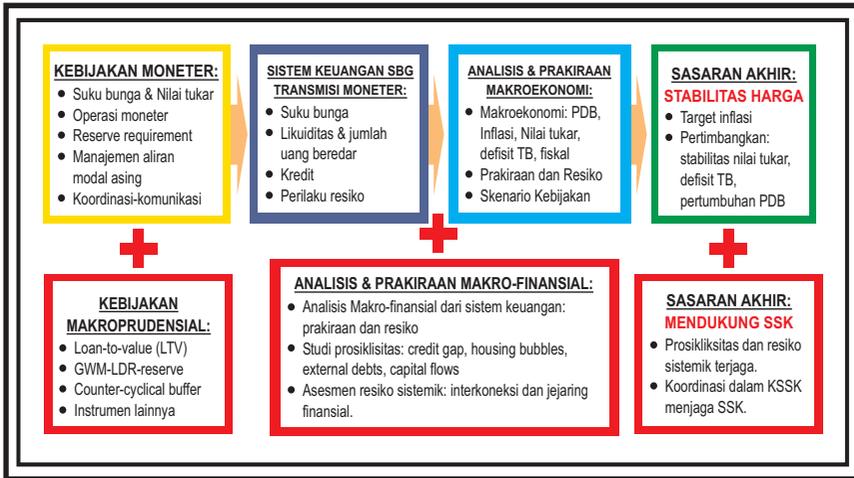
Patut dicatat, sebagaimana telah dikemukakan di atas, bahwa peran bank sentral dalam mendukung SSK perlu ditempatkan sebagai bagian dari koordinasi kebijakan untuk menjaga SSK di tingkat nasional. Demikian pula kewenangan bank sentral di bidang moneter menjadi bagian koordinasi dari kebijakan makroekonomi secara keseluruhan. Selain itu, komunikasi kebijakan bank sentral perlu dilakukan secara jelas, khususnya terkait dengan instrumen kebijakan apa untuk mencapai sasaran yang mana, berdasarkan pada analisis dan prakiraan makroekonomi dan makrofinansial yang melandasi perumusan bauran kebijakan tersebut.

Skema 2 menunjukkan bagaimana kebijakan makroprudensial tersebut diintegrasikan ke dalam kerangka kebijakan moneter yang sudah mapan di bank sentral. Panel bagian atas menunjukkan kerangka kebijakan moneter untuk mencapai stabilitas harga (dan nilai tukar) yang telah kita pahami bersama, yang mencakup: sasaran akhir inflasi, analisis dan prakiraan makroekonomi, asesmen transmisi moneter, dan instrumen kebijakan moneter yang dipergunakan. Kerangka kebijakan seperti ini mengacu pada ITF yang telah banyak diterapkan di banyak bank sentral, termasuk Bank Indonesia.

Integrasi kebijakan makroprudensial dalam kerangka kebijakan tersebut ditunjukkan dalam panel bagian bawah dari skema tersebut, yang mencakup: sasaran untuk dukungan SSK, analisis dan prakiraan keterkaitan makrofinansial dari sistem keuangan dalam perekonomian, asesmen prosiklisitas dan risiko sistemik, dan instrumen kebijakan makroprudensial yang dapat dipergunakan.

Bagian-bagian di bawah ini menjelaskan secara rinci bagaimana masing-masing instrumen tersebut diintegrasikan dan diimplementasikan dalam suatu bauran kebijakan yang saling mendukung dalam mencapai kedua sasaran bank sentral tersebut.

Skema 2.
Integrasi Kerangka Kebijakan Moneter dan Makroprudensial



3.2. Kebijakan Moneter dan Stabilitas Sistem Keuangan

Pertanyaan penting yang harus dijawab adalah: apakah terjadi konflik antara sasaran stabilitas harga dan sasaran mendukung SSK? Lantas, bagaimana SSK dapat dimasukkan kedalam pertimbangan kebijakan moneter? Untuk menjawab pertanyaan terkait bagaimana SSK dimasukkan ke dalam pertimbangan kebijakan moneter, maka terdapat dua aspek penting yang perlu diperhatikan, yaitu: (i) bagaimana memasukkan harga aset (finansial dan properti) dalam dimensi stabilitas harga; dan (ii) bagaimana respon kebijakan moneter terhadap munculnya ketidakseimbangan makrofinansial dan risiko sistemik dari SSK. Untuk isu pertama, terdapat perbedaan dalam praktik di antara bank sentral tentang bagaimana kebijakan moneter mempertimbangkan dimensi nilai tukar, *yield* obligasi dan harga saham, serta harga properti. Umumnya, stabilitas harga masih mendasarkan pada inflasi IHK, akan tetapi banyak negara EMEs yang mempertimbangkan nilai tukar dalam penentuan suku bunga kebijakan moneter. Harga aset finansial lainnya dan harga properti umumnya juga

dipertimbangkan, meski tidak secara langsung dalam penentuan suku bunga kebijakan, tetapi dalam melakukan asesmen terhadap makroekonomi dan makrofinansial yang mendasari perumusan kebijakan moneter.

Mengenai kaitan antara kebijakan moneter dan harga properti, terjadi debat menarik tentang apakah keberhasilan Fed dalam mencapai inflasi dan suku bunga yang rendah dalam dua dekade masa *Great Moderation* sebagai salah satu penyebab krisis finansial di AS. Pandangan Taylor (2010), misalnya, menyatakan bahwa kebijakan Fed pada masa itu terlalu longgar, dengan suku bunga *fed-fund rate* (FFR) yang terlalu rendah dalam masa yang lama, sehingga mendorong *bubble* sektor perumahan dan ketidakseimbangan ekonomi lainnya yang kemudian menyebabkan krisis. Sedangkan Bernanke (2010), di sisi lain, tidak sependapat atas pandangan ini. Menurutnya, penyebab utama dari *housing bubbles* lebih karena berbagai tipe pembiayaan kredit dan sekuritas *mortgage* yang begitu murah dan menarik, dengan standar perkreditan dan *underwriting* yang terlalu longgar, dan karenanya solusi yang tepat adalah pengaturan prudensial, bukan kebijakan moneter. Sementara itu, Filardo (2001) berpendapat bahwa otoritas moneter perlu merespon kenaikan harga aset sepanjang mengandung informasi yang terpercaya mengenai inflasi dan output, meskipun dalam hal tersebut sulit membedakan apakah kenaikan harga aset tersebut karena faktor fundamental atau perilaku spekulasi.

Bukti-bukti empiris terkini pasca krisis keuangan global 2008/2009 menunjukkan pentingnya kebijakan bank sentral merespon terhadap *asset bubbles*, khususnya harga properti. Jorda, et. al. (2014), misalnya, memberikan bukti penting mengenai keterkaitan kondisi moneter, harga perumahan, dan pertumbuhan kredit dari data sejarah panjang 140 tahun dari 14 negara maju. Secara khusus, bukti empiris ini menunjukkan bahwa penurunan suku bunga moneter 1 persen berdampak pada kenaikan harga perumahan (dalam rasio terhadap pendapatan) dan kredit perumahan (dalam rasio terhadap PDB) masing-masing lebih dari 4% dan 3% dalam kurun waktu empat tahun. Pelajaran sejarah atas potensi ketidakstabilan dari kebijakan moneter longgar seperti ini perlu dipertimbangkan secara serius dalam memandang stabilitas harga secara sempit hanya pada inflasi IHK dibanding dengan dampak buruk yang dapat diakibatkan terhadap perekonomian.

Sementara itu, Williams (2015) mengingatkan bahwa terdapat *trade-off* yang mahal atas penggunaan kebijakan moneter untuk mengatasi harga perumahan ketika terdapat konflik antara sasaran stabilitas makroekonomi

dan SSK. Dengan menggunakan data yang sama, ditunjukkan bahwa kenaikan 1 persen suku bunga moneter menyebabkan harga perumahan secara riil (setelah memperhitungkan inflasi) turun lebih dari 6% dalam kurun waktu dua tahun, sementara PDB riil per kapita turun hampir 2%. Bukti-bukti empiris ini menunjukkan bahwa bank sentral perlu mempertimbangkan secara seimbang antara stabilitas harga dan SSK dalam perumusan kebijakan moneternya.

Diskusi tersebut mengarah pada isu yang kedua, yaitu bagaimana kebijakan moneter merespon terhadap ketidakseimbangan makrofinansial dan akumulasi risiko sistemik yang tercermin dalam prosiklisitas *housing bubbles*, *boom* kredit, akumulasi utang luar negeri, dan volatilitas aliran modal asing. Isu ini terkait dengan debat lain: “*lean vs clean*” yaitu: apakah lebih baik bagi bank sentral untuk “*leaning against the wind*” untuk mencegah “*bubbles from bursting*”, atau lebih baik menunggu hingga “*bubble bursts*” dan baru kemudian “*clean up the mess*” melalui pelonggaran moneter yang agresif.

Aliran “*clean*” dianut oleh Fed di bawah kepemimpinan Alan Greenspan. Sejumlah pertimbangan melandasi aliran ini, yaitu: *boom* investasi didorong oleh kenaikan produktivitas, dan *bubbles* lebih karena premi risiko yang menurun dan *irrational exuberance*, serta kenaikan suku bunga mungkin tidak akan efektif dalam mengatasi *bubbles* tetapi justru akan menyebabkan pecah dan berdampak buruk pada perekonomian (Greenspan, 2002).

Akan tetapi, krisis keuangan global 2008/2009 telah mementahkan pandangan ini. Krisis secara jelas menunjukkan bahwa risiko potensial dari kredit dan *leverage* yang berlebihan itu justru didorong oleh *bubbles* tersebut. Dan karenanya lebih tepat mengedepankan kebijakan moneter “*leaning*” untuk menghindari *bubbles* daripada “*cleaning*” dari dampak buruk krisis.

Pengalaman Australia, misalnya, menunjukkan kebijakan moneter yang “*leaning*” ini dapat dilakukan dan berhasil. Sebagai respon atas kredit ke sektor perumahan yang berlebihan pada tahun 2002 dan 2003, bank sentral Australia menaikkan suku bunga secara gradual, meskipun *outlook* inflasi tetap terkendali sesuai dengan target (Bloxham, et. al., 2011). Sementara untuk menjustifikasi pengetatan moneter yang sesuai dengan kaidah ITF, bank sentral Australia terus berulang kali menyampaikan kekhawatirannya terhadap pertumbuhan kredit yang terlalu tinggi.

Konsensus sekarang mendukung secara kuat bank sentral di banyak negara memperhatikan secara serius aspek SSK dan bertindak “*leaning against the*

wind”, kendati secara undang-undang SSK bukan bagian dari mandatnya. Bernanke (2009), misalnya, menyatakan bahwa Fed telah berperan besar dalam mengatasi krisis di AS, dan karenanya harus mempertahankan kemampuan institusionalnya untuk mendukung SSK dan mendorong pemulihan ekonomi dengan inflasi yang rendah.

Telah banyak literatur yang menyumbangkan pemikiran tentang bagaimana memasukkan pertimbangan SSK dalam kerangka kerja moneter berdasarkan ITF. Agenor dan da Silva (2013) membangun rezim ITF terintegrasi dengan memasukkan aspek SSK. Secara khusus, di samping inflasi dan *output gap*, kebijakan moneter perlu bereaksi terhadap *credit gap* dan nilai tukar riil untuk memitigasi dimensi waktu dari risiko sistemik. Kebijakan moneter dan makroprudensial pada umumnya merupakan instrumen yang saling komplementer, dan karenanya perlu dirumuskan secara bersama di dalam model makroekonomi yang telah memasukkan ketidaksempurnaan pasar kredit dan efektivitas transmisi moneter.

Woodford (2012) menunjukkan solusi optimal dari kebijakan moneter yang mengakomodasi *trade-off* yang lebih besar antara stabilitas harga dan *output* karena pertimbangan untuk stabilisasi risiko sistemik dari SSK. Vredin (2015) memberikan deskripsi rinci informasi yang relevan bagi bank sentral untuk memasukkan pertimbangan SSK di dalam kebijakan moneter berdasar ITF. Secara khusus, di samping kondisi makroekonomi, finansial, dan transmisi moneter, indikator-indikator SSK terkait dengan siklus keuangan, vulnerabilitas pasar keuangan, dan deteksi dini sangatlah bermanfaat.

3.3. Kebijakan Makroprudensial

Sebagaimana dijelaskan di atas, kebijakan makroprudensial mencakup pengaturan dan pengawasan lembaga jasa keuangan yang bersifat makro dan berfokus pada risiko sistemik dalam rangka mendorong SSK. Sasaran pokoknya adalah untuk memitigasi risiko yang muncul dari prosiklisitas keterkaitan makrofinansial, serta akumulasi risiko sistemik yang muncul dari interkoneksi dan jejaring di antara dan di dalam lembaga, pasar dan infrastruktur keuangan, termasuk sistem pembayaran.

Sasaran pertama dari kebijakan makroprudensial diarahkan untuk mencegah akumulasi risiko dari *boom-bust* siklus keuangan, baik karena faktor dari dalam sistem keuangan itu sendiri maupun interaksinya dengan

perekonomian domestik dan internasional (dimensi waktu, *time dimension*). Sasaran kedua diarahkan untuk memperkuat ketahanan sistem keuangan dan memitigasi risiko pewabahan *contagion* dari interkoneksi dan jejaring dari sistem keuangan (dimensi antarsektor, *cross-section dimension*).

Selain kedua sasaran pokok ini, sasaran lain dari kebijakan makroprudensial, seperti di ECB, adalah untuk mengembangkan pengaturan prudensial yang dari perspektif sistem secara keseluruhan mampu mendorong bekerjanya insentif dan dis-insentif bagi pelaku pasar (dimensi struktural, *structural dimension*). Pengaturan terkait bank-bank besar misalnya, umumnya memberikan keleluasan lingkup operasi bank yang lebih luas akan tetapi dengan persyaratan likuiditas dan permodalan yang lebih tinggi. Sasaran ketiga ini penting, baik dari sisi kesehatan individual lembaga keuangan maupun juga untuk mitigasi risiko sistemik terhadap SSK.

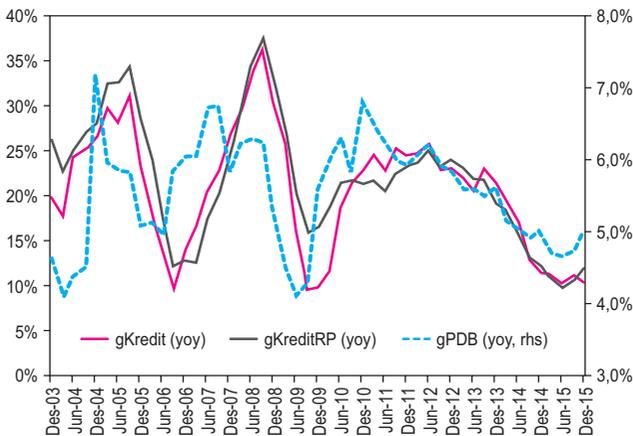
Terkait dengan sasaran pertama dari kebijakan makroprudensial, sejumlah studi telah mendokumentasikan bahwa siklus keuangan cenderung prosiklikal dan mengakselerasi siklus ekonomi (Claessens, et.al, 2011). Lebih dari itu, siklus keuangan cenderung mendahului dan mempercepat akumulasi risiko sistemik di dalam sistem keuangan yang dapat berujung pada terjadinya krisis keuangan (Claessens dan Kose, 2013; Reinhart dan Rogoff, 2009).

Berbagai studi empiris membuktikan empat prosiklisitas berisiko sistemik yang sering berujung pada krisis finansial, yaitu: *housing bubbles*, *boom* kredit, akumulasi utang luar negeri yang berlebihan, dan volatilitas aliran modal asing (Jorda, et.al, 2011, 2014; Calvo dan Reinhart, 2000). Akselerasi siklus keuangan merupakan konsekuensi dari ekonomi kapitalis di mana kenaikan nilai aset dan akumulasi utang sering tidak terkendali dalam periode ekonomi menanjak (Minsky, 1982). Stabilitas seringkali kemudian menimbulkan ketidakstabilan, memunculkan *boom* dan *bust* dalam siklus keuangan, menyebabkan ekonomi jatuh ke dalam krisis. Kebijakan makroprudensial mengatasi bahaya dari dua prosiklisitas pertama (*housing bubbles* dan *credit booms*), sementara dua prosiklisitas kedua (akumulasi utang luar negeri dan volatilitas aliran modal asing) diatasi dengan manajemen aliran modal asing yang akan dibahas dalam bagian selanjutnya.

Prosiklisitas juga terbukti di Indonesia. Grafik 1 dan 2 masing-masing menunjukkan prosiklisitas kredit perbankan dan aliran modal asing dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi sejak tahun 2003. Tampak pada Grafik 1, pertumbuhan kredit sangat tinggi pada periode 2003-2005 hingga

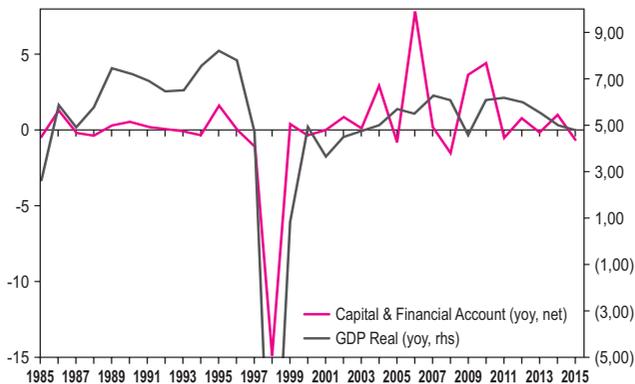
terjadinya krisis mini tahun 2005 dan, setelah menurun pada tahun 2005, kembali tumbuh pesat lagi pada periode 2005-2008 hingga krisis keuangan global 2008/2009. Pertumbuhan kredit meningkat lagi pada periode 2010-2013 sebelum menurun dengan penerapan kebijakan makprudensial oleh Bank Indonesia. Aliran modal asing juga meningkat pesat pada periode 2005-2007 sebelum krisis keuangan global 2008/2009, dan kemudian meningkat kembali pada periode 2010-2013.

Grafik 1.
Siklus Kredit Perbankan



Sumber : Bank Indonesia

Grafik 2.
Siklus Aliran Modal Asing



Sumber : Bank Indonesia

Episode-episode naik turunnya siklus keuangan yang lebih cepat dari siklus pertumbuhan ekonomi tersebut nampak bersamaan dengan periode tekanan pada ketidakstabilan sistem keuangan, yaitu krisis mini tahun 2005, krisis keuangan global 2009/2009, dan periode setelahnya. Dua grafik tersebut menunjukkan pentingnya untuk mendalami perilaku siklus keuangan tersebut dalam perumusan kebijakan makroprudensial untuk mendukung SSK.

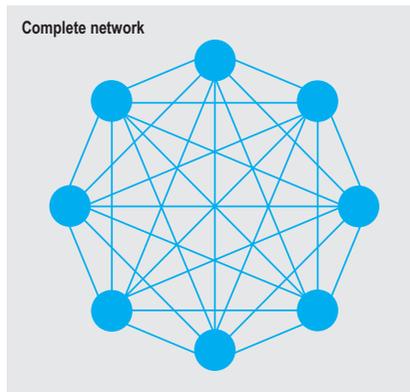
Terkait dengan sasaran kedua dari kebijakan makroprudensial, interkoneksi dan jejaring di dalam sistem keuangan dapat meningkatkan percepatan dan penyebaran dari risiko sistemik, yang umumnya terjadi bersamaan dengan prosiklisitas dari siklus keuangan tersebut. Dalam periode ekonomi menanjak, tidak saja kredit tumbuh lebih pesat tetapi juga risiko sistemik, karena: perbankan semakin bergantung pada dana besar dan menyalurkan kredit pada korporasi atau sektor yang sama; pembiayaan korporasi tidak saja dari kredit perbankan domestik juga utang luar negeri; dan juga aliran modal asing jangka pendek semakin besar.

Dalam periode tekanan finansial, percepatan dan *contagion* juga dapat menyebar secara cepat melalui interkoneksi dan jejaring dalam pasar keuangan, seperti pasar uang antarbank dan pasar valuta asing, serta infrastruktur keuangan, termasuk sistem pembayaran, yang dapat berujung pada kekeringan likuiditas dan kemacetan pasar. Diversifikasi portfolio memang dapat mengurangi risiko investasi dari sisi individual bank atau investor, tetapi secara sistem keuangan justru memperkuat interkoneksi dan jejaring finansial dan karenanya meningkatkan risiko sistemik. Dalam kaitan ini, semakin lengkap dan kompleks jejaring finansial akan semakin rentan terhadap kegagalan sistemik dalam hal terjadi gejolak yang besar pada suatu lembaga keuangan atau gejolak perekonomian yang berdampak pada banyak atau sebagian besar lembaga keuangan (Allen, et. al., 2010; Acemoglu, et.al., 2015).

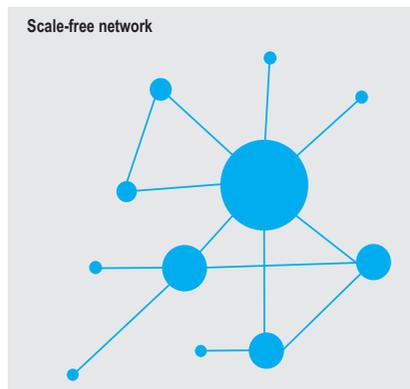
Gambar 1 menunjukkan jejaring finansial yang lengkap/kompleks dengan risiko sistemik yang tinggi. Dalam hal ini, interkoneksi di antara lembaga keuangan sangat kuat dengan transaksi di antara mereka yang saling terkait satu sama lain. Kegagalan satu lembaga keuangan akan berdampak kepada sebagian besar atau seluruh lembaga keuangan, tidak peduli apakah besar atau kecil. Model bisnis *originate-to-distribute* dalam kasus kegagalan *subprime mortgage* di AS sebagai contoh yang jelas tingginya risiko sistemik dari jejaring finansial yang lengkap dan kompleks tersebut.

Sementara itu, Gambar 2 menunjukkan jejaring finansial yang terbatas/ sederhana sehingga risiko sistemik yang rendah. Kegagalan suatu lembaga keuangan hanya akan berdampak pada beberapa lembaga keuangan, dan karenanya dapat diambil tindakan penutupan atau likuidasi. Fokus pencegahan risiko sistemik dapat diarahkan pada beberapa lembaga keuangan besar yang kegagalannya dapat berdampak pada aktivitas perekonomian. Analisis risiko sistemik dengan pendekatan jejaring finansial seperti ini dapat diterapkan pada pasar uang antar bank, pasar valuta asing, struktur deposit dari perbankan, pasar modal, ataupun di sistem pembayaran.

Gambar 1.
Jejaring Finansial Lengkap



Gambar 2.
Jejaring Finansial Terbatas



Selain interkoneksi dan jejaring finansial, percepatan dan penyebaran akumulasi risiko sistemik dapat disebabkan pula oleh perilaku latah *herd behavior* (Bikhchandani dan Sharma, 2001). Ini dapat terjadi pada episode siklus ekonomi dan keuangan yang sedang menanjak atau pada saat menurun dan krisis. Sejumlah faktor menjelaskan perilaku latah tersebut. Sejumlah bank atau investor, terutama dengan informasi dan analisis terbatas, cenderung mendasarkan keputusannya mengikuti bank atau investor lain atau konsultan yang dianggap mempunyai reputasi tinggi daripada hasil analisisnya sendiri.

Sistem penilaian kinerja untuk penentuan remunerasi atau bonus sesuai dengan target keuntungan yang diperoleh atau berdasarkan suatu *benchmark* kinerja tertentu yang umum diterapkan di lembaga keuangan, juga menjadi faktor penyebab perilaku latah tersebut. Dalam sistem perbankan, Rajan (1994) menunjukkan bahwa reputasi dan sistem remunerasi berdasarkan target keuntungan dapat mengakibatkan fluktuasi dari standar perkreditan, yaitu cenderung longgar pada waktu ekonomi meningkat dan ketat pada waktu resesi. Selain itu, dalam hal terjadi tekanan finansial, pewabahan informasi juga dapat menyebabkan perilaku latah dalam periode siklus keuangan menanjak (Acharya dan Yorulmazer, 2003). Dalam kondisi krisis, perilaku latah dan pewabahan informasi tersebut menjelaskan kenapa risiko sistemik dapat secara cepat melanda keseluruhan sistem keuangan dan perekonomian sehingga semakin sulit untuk dikendalikan dan diatasi.

Kedua sasaran kebijakan makroprudensial tersebut, yaitu perspektif makro dan fokus pada risiko sistemik dalam SSK, berbeda dengan sasaran pengaturan dan pengawasan mikroprudensial untuk menjaga kesehatan individual lembaga keuangan, apakah bank atau non-bank. Kesehatan individual lembaga keuangan sangat penting tetapi tidak cukup *necessary but not sufficient* untuk menjaga SSK. Kegagalan individual lembaga keuangan, apabila dipertimbangkan tidak berdampak sistemik, perlu dipandang sebagai permasalahan kekurangan permodalan (*insolvency*) karena kesalahan manajemen, lemahnya manajemen risiko, atau tidak mampu bersaing dari lembaga keuangan itu sendiri. Penutupan kegagalan individual lembaga keuangan yang demikian juga sebagai proses alami dari restrukturisasi sistem perbankan dan sekaligus sebagai pengujian atas ketahanan sistem keuangan secara keseluruhan.

Kasusnya berbeda untuk bank-bank yang dinilai sistemik, *systemically important banks* –SIBs. Sesuai dengan empat kriteria BIS (2012), yaitu: *size*,

interconnectedness, *complexity*, dan *substitutability*; sedangkan di dalam UU No 9 Tahun 2016 tentang PPKSK didefinisikan: “Bank Sistemik adalah Bank yang karena ukuran aset, modal, dan kewajiban; luas jaringan atau kompleksitas transaksi atas jasa perbankan; serta keterkaitan dengan sektor keuangan lain dapat mengakibatkan gagalnya sebagian atau keseluruhan Bank lain atau sektor jasa keuangan, baik secara operasional maupun finansial, jika Bank tersebut mengalami gangguan atau gagal.” Bank-bank yang termasuk dalam kelompok *Domestic Systemically Important Banks* (D-SIBs) tersebut harus memenuhi persyaratan regulasi dan pengawasan yang lebih ketat untuk meyakinkan mampu memitigasi risiko kegagalannya dan meminimalkan dampak risiko sistemik yang ditimbulkan.

Dalam UU PPKSK diatur bahwa bank sistemik diwajibkan untuk: (a) memenuhi ketentuan khusus mengenai rasio kecukupan modal dan rasio kecukupan likuiditas; dan (b) menyusun rencana aksi yang paling sedikit memuat kewajiban pemegang saham pengendali dan/atau pihak lain untuk menambah modal bank dan mengubah jenis utang tertentu menjadi modal bank.

Yang menjadi pertanyaan kemudian: instrumen kebijakan makroprudensial apa yang dapat digunakan? Instrumen untuk memitigasi prosiklisitas dapat mencakup Rasio *loan-to-value* (LTV) dan *counter-cyclical capital buffer* (CCB), sementara pembatasan eksposur valuta asing dan utang luar negeri merupakan contoh instrumen untuk risiko sistemik. Sementara itu, instrumen mikroprudensial mencakup pengaturan kesehatan individual lembaga keuangan, rasio likuiditas, permodalan minimum sesuai dengan profil risiko, dan manajemen risiko yang prudent.

Sejumlah instrumen untuk makroprudensial dan mikroprudensial kemungkinan dapat saja sama, karena keduanya mendasarkan pada asesmen risiko likuiditas, pasar dan kredit. Akan tetapi sasaran dan perspektifnya berbeda. Untuk sejumlah instrumen yang sama seperti ini, tiga aspek perlu dipertimbangkan dalam pengaturannya, yaitu: kesehatan individual, risiko sistemik, dan prosiklisitas. Karena itu, untuk instrumen yang sama dapat saja ditentukan besaran secara berjenjang sesuai dengan tiga dimensi pengaturan tersebut berdasarkan asesmen terhadap kondisi sistem keuangan dan makroekonomi yang ada. Pendekatan seperti ini dapat dipergunakan sebagai solusi atas sejumlah instrumen yang mempunyai dua sasaran makroprudensial dan mikroprudensial tersebut.

Pengaturan permodalan oleh *Financial Stability Board* (FSB) November 2015 yang menetapkan besaran minimum *Total Loss Absorbency Capacity* (TLAC) untuk *Global Systemically Important Banks* (G-SIBs), dapat dilihat sebagai contoh pendekatan ini. Besarnya TLAC untuk meyakinkan bahwa G-SIBs mempunyai modal yang cukup untuk absorpsi kerugian dan kapasitas rekapitalisasi sehingga, dalam hal terjadi resolusi atau kegagalan usaha, fungsi-fungsi kritical dari bank-bank dimaksud tetap dapat berjalan tanpa menimbulkan beban pada negara atau membahayakan SSK. Karena itu, TLAC ditetapkan sebesar 16% hingga 20% untuk persyaratan permodalan berdasar aktiva tertimbang menurut risiko (ATMR), dan 6% hingga 6,75% untuk persyaratan permodalan berdasar pengukuran total eksposur bank. Aturan ini berlaku untuk G-SIBs yang ditetapkan sebelum 2015. *Pertama*, modal minimum sesuai dengan Basel III sebesar 8% sesuai dengan profil risiko harus dipenuhi oleh seluruh bank, sistemik atau tidak. Besaran modal minimum ini murni untuk kesehatan individual bank.

Kedua, berbagai persyaratan *buffer* sesuai dengan Basel III juga harus dipenuhi, yaitu: *capital conservation buffer* untuk risiko sistemik, (CCB) untuk mitigasi prosiklisitas, dan *capital surcharge* untuk G-SIBs. Dalam hal ini, sebagai instrumen makroprudensial, besarnya persyaratan (CCB) dapat ditetapkan lebih tinggi atau lebih rendah sesuai dengan asesmen atas prosiklisitas dalam periode yang berlaku. Dan *Ketiga*, tambahan modal yang dipersyaratkan dan instrumen utang subordinasi dengan sisa jangka waktu maturitas minimum satu tahun dapat dimasukkan dalam perhitungan TLAC. Pendekatan struktur pengaturan sesuai dengan sasaran kesehatan individual, risiko sistemik, dan prosiklisitas seperti dalam TLAC ini dapat diterapkan terhadap instrumen prudensial perbankan lain yang mempunyai perspektif mikroprudensial maupun makroprudensial.

3.4. Manajemen Aliran Modal Asing

Manajemen Aliran Modal Asing (MAM) ditujukan untuk mitigasi prosiklisitas dan risiko sistemik dari akumulasi utang luar negeri dan volatilitas aliran modal asing. Kebijakan ini juga untuk mendukung stabilitas nilai tukar serta mencegah risiko terjadinya krisis pembalikan modal asing *sudden-stop* dan krisis neraca pembayaran. Kedua sasaran ini sangat penting untuk stabilitas moneter dan SSK. Bahwa aliran modal asing memberikan banyak manfaat

bagi perekonomian telah diakui (Koepke, 2015). Penanaman Modal Asing (PMA) dan utang luar negeri jangka panjang dapat memfasilitasi investasi domestik dan, apabila disertai dengan produktivitas di dalam perekonomian, dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Akan tetapi, utang luar negeri dan portfolio investasi asing yang jangka pendek dan cenderung spekulatif sering menimbulkan risiko pada stabilitas makroekonomi, stabilitas moneter dan SSK. Aliran modal asing seperti ini dapat melonjak masuk dalam suatu periode dan berbalik ke luar dalam periode lain, merespon kekuatan secara relatif antara “*push factors*” dari kinerja ekonomi, suku bunga dan tingkat risiko global di satu sisi, dengan “*pull factors*” dari kinerja ekonomi, imbal hasil, dan risiko domestik di sisi lain. Banjirnya aliran modal asing ke EMEs dalam periode sejak krisis keuangan global 2008/2009 dan kemudian pembalikannya karena Fed *taper tantrum* pertengahan 2013 sebagai contoh nyata. Meningkatnya volatilitas aliran modal asing memberikan tantangan yang sulit bagi bank-bank sentral di EMEs dalam menjaga stabilitas moneter dan SSK.

Pertahanan terbaik bagi EMEs untuk mampu memetik manfaat dan mitigasi risiko dari aliran modal asing adalah dengan penerapan kebijakan makroekonomi yang pruden, fleksibilitas nilai tukar, pendalaman pasar keuangan, penguatan pengaturan dan pengawasan sistem keuangan, serta peningkatan kapasitas institusional, baik di pemerintahan maupun korporasi (IMF, 2012, 2013, 2015). Akan tetapi, melimpahnya aliran masuk modal asing dapat saja menimbulkan ketidakstabilan makroekonomi dan sistem keuangan, pemanasan ekonomi atau *asset bubbles*, apresiasi nilai tukar yang terlalu kuat, ekspansi kredit yang cepat, dan meningkatnya risiko sistemik di dalam neraca, serta kerentanan lain yang dapat mengakibatkan pembalikan mendadak dan krisis *sudden-stop*.

Dalam kondisi demikian, kenaikan suku bunga tidaklah efektif dan justru akan menarik masuknya aliran modal asing lebih besar lagi, khususnya dalam hal inflasi terkendali. Intervensi (beli) valuta asing dapat mengurangi apresiasi nilai tukar dan sekaligus meningkatkan cadangan devisa untuk bantalan dalam hal terjadi pembalikan modal ke luar. Kenaikan giro wajib minimum dapat menyerap ekspansi likuiditas di sistem perbankan dari aliran masuk modal asing tersebut.

Untuk mendukung berbagai kebijakan tersebut, MAMS dapat diterapkan dalam bentuk pajak atas aliran masuk portfolio saham dan utang (Brazil, 2009), *holding period* atas Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan pembatasan

pinjaman luar negeri jangka pendek oleh perbankan (Indonesia, 2011), pajak pendapatan bunga atas pembelian obligasi pemerintah dan sekuritas bank sentral oleh non-residen (Korea, 2011), *fee* atas pembelian sekuritas bank sentral oleh non-residen (Peru, 2010), atau pajak atas pendapatan bunga dan kenaikan harga dari pembelian baru obligasi pemerintah oleh non-residen (Thailand, 2010).

Sebaliknya, pembalikan modal asing secara mendadak -- dalam jumlah besar dan terus menerus -- dapat menimbulkan ketidakstabilan makroekonomi dan sistem keuangan. Dalam kondisi demikian, kenaikan suku bunga dapat ditempuh, apalagi bila terjadi tekanan inflasi. Intervensi (jual) valuta asing juga dapat memitigasi depresiasi nilai tukar, sepanjang tidak menyebabkan terkurasnya kecukupan cadangan devisa. Kerjasama *swap* dengan bank sentral lain juga dapat meningkatkan kepercayaan, di samping dapat digunakan untuk memperkuat cadangan devisa. Penurunan giro wajib minimum juga sebagai opsi yang dapat ditempuh, demikian pula pelanggaran aturan MAMS yang sudah ada.

Apabila berbagai upaya ini tidak cukup, tambahan pengaturan MAMS dapat diterapkan, antara lain, dengan penerapan waktu tunggu 12 bulan bagi non-residen untuk mengkonversikan hasil penjualan sekuritasnya ke valuta asing (Malaysia, 1998); pembatasan transaksi *forward* dan penerapan kembali kewajiban penyerahan hasil ekspor, *export surrender* (Thailand, 1997); pembatasan penarikan simpanan bank dan pemberlakuan restriksi terhadap transfer dan pinjaman dalam valuta asing (Argentina, 2001); penghentian konvertibilitas rekening mata uang domestik untuk transaksi modal (Iceland, 2008); dan periode tunggu 5 hari bagi non-residen untuk mengkonversikan hasil transaksi investasi dalam mata uang domestik ke mata uang asing (Ukraine, 2008). Berbagai pengaturan MAM tersebut dilakukan setelah atau bersamaan dengan kebijakan makroekonomi, moneter, makroprudensial, serta kebijakan-kebijakan lain dalam mencegah terjadinya krisis *sudden-stop* dan krisis neraca pembayaran.

BAB 4

BAURAN KEBIJAKAN BANK INDONESIA

4.1. Sasaran dan Instrumen Bauran Kebijakan

Dalam melaksanakan kebijakan moneter, Bank Indonesia menerapkan ITF yang mulai diperkenalkan pada tahun 2003 dan kemudian secara penuh ditetapkan sejak pertengahan 2005. Sasaran akhir kebijakan moneter adalah stabilitas harga (inflasi) dengan stabilitas nilai tukar yang konsisten, sehingga mendukung stabilitas makroekonomi secara keseluruhan, termasuk dalam pengelolaan defisit transaksi berjalan dan aliran modal asing. Instrumen utama yang digunakan adalah suku bunga, dengan didukung oleh instrumen kebijakan nilai tukar, MAM, giro wajib minimum dan sejumlah pengaturan prudensial lainnya. Meskipun diarahkan pada sasaran akhir stabilitas harga, namun perumusan kebijakan moneter senantiasa mempertimbangkan kondisi makroekonomi dan sistem keuangan secara keseluruhan, khususnya pertumbuhan ekonomi, neraca pembayaran, dan efektivitas transmisi kebijakan moneter.

Kebijakan moneter berdasar ITF tersebut mampu mendukung penurunan inflasi dari sekitar 9% pada tahun 2003 menjadi dalam kisaran sasaran $4\pm 1\%$ pada waktu sekarang. Dengan reformasi subsidi yang ditempuh pemerintah pada akhir 2014 -- faktor utama yang sering menyebabkan inflasi lebih tinggi dari sasaran di masa lampau, inflasi akan semakin terkendali dan menurun menuju ke sasaran jangka menengah yaitu $3\pm 1\%$.

Dari aspek kelembagaan, kerangka kerja tersebut mampu mendukung kredibilitas kebijakan moneter Bank Indonesia. Disiplin dalam melakukan asesmen perekonomian secara reguler dan formal dalam proses perumusan kebijakan di Rapat Dewan Gubernur (RDG) bulanan, menempatkan Bank Indonesia harus *ter-update* mengenai kondisi dan *outlook* makroekonomi, sehingga dapat melakukan respon kebijakan yang diperlukan. Asesmen perekonomian secara reguler tersebut sangat bermanfaat bagi Bank Indonesia dalam memperlancar koordinasi dengan Pemerintah (pusat dan daerah) antara kebijakan moneter, fiskal, dan reformasi struktural untuk mendukung pertumbuhan ekonomi dengan stabilitas makroekonomi yang tetap terjaga. Lebih dari itu, komunikasi yang agresif oleh Bank Indonesia merupakan

instrumen yang efektif dalam menjangkar ekspektasi inflasi dan *outlook* makroekonomi pada umumnya.

Secara keseluruhan, kerangka kerja kebijakan moneter yang sudah mapan tersebut menjadi fondasi yang kuat bagi Bank Indonesia untuk melaksanakan tugas kebijakan makroprudensial untuk mendukung SSK dalam suatu bauran kebijakan yang baru. Sejumlah tantangan dari domestik dan eksternal perlu diperhatikan untuk kesuksesan implementasi ITF (fleksibel) yang diperluas dengan dimensi SSK dan kebijakan makroprudensial ini. *Pertama*, ekonomi Indonesia terbentang luas dalam kepulauan dan masih bergantung pada komoditas, dan karenanya sering menghadapi gejala inflasi dari volatilitas harga pangan dan ketidakseimbangan neraca pembayaran. Mitigasi ketidakseimbangan internal dan eksternal ini memerlukan kebijakan moneter yang terkoordinasi erat dengan kebijakan fiskal dan reformasi struktural yang ditempuh pemerintah untuk tetap menjaga stabilitas makroekonomi dan SSK.

Kedua, sistem keuangan masih didominasi oleh perbankan dengan pasar keuangan yang belum maju, dan karenanya siklus ekonomi cenderung disertai dengan akselerasi siklus keuangan di perbankan. Mitigasi prosiklisitas dan risiko sistemik di dalam sistem perbankan melalui kebijakan (pengaturan dan pengawasan) makroprudensial sangat penting, tidak saja untuk mendukung SSK tetapi juga efektivitas kebijakan moneter. Dan, *Ketiga*, ekonomi Indonesia relatif kecil dengan sistem neraca modal yang sangat terbuka, oleh karenanya MAM sangat penting agar modal asing bermanfaat bagi perekonomian dan tidak menimbulkan ketidakstabilan ekonomi.

Ketiga tantangan kebijakan moneter, kebijakan makroprudensial, dan MAM tersebut perlu dipertimbangkan dalam bauran kebijakan Bank Indonesia. Lebih dari itu, ketiga tantangan itu saling terkait dan saling berpengaruh secara erat, sehingga semakin menekankan sangat pentingnya bauran kebijakan dimaksud. Dalam periode ekonomi meningkat, misalnya karena deregulasi finansial, *boom* harga komoditas, atau kondisi perekonomian global yang menguntungkan, ekspansi permintaan domestik kemudian mengakibatkan pertumbuhan kredit yang cepat, *bubbles* properti, tekanan inflasi, melebarnya defisit transaksi berjalan, dan akumulasi utang luar negeri.

Kita mengalami periode *boom* dan *bust* siklus ekonomi dan keuangan dalam episode krisis mini dan krisis besar dalam sejarah perekonomian Indonesia. Bonanza ekonomi setelah liberalisasi sektor keuangan periode 1983-1988

kemudian berakhir dengan krisis 1997-1998, telah membuka tabir berbagai risiko sistemik dari ketidakseimbangan makrofinansial yang terakumulasi dalam periode sebelumnya. Perkembangan dalam dekade sebelum dan sesudah krisis keuangan global 2008/2009 juga menunjukkan kecenderungan yang sama, meskipun dengan intensitas yang relatif lebih rendah (Grafik 1 dan 2). Seperti dikemukakan dalam bagian sebelumnya, krisis mini tahun 2005 didahului oleh pertumbuhan yang cepat dalam permintaan domestik, kredit perbankan, dan aliran masuk modal asing dari *boom* ekonomi yang didorong oleh tingginya harga komoditas global.

Kecenderungan yang sama terjadi pada periode 2010-2013. Karena tingginya harga komoditas global yang kemudian diikuti dengan membengkaknya transaksi berjalan saat harga komoditas global anjlok. Ketidakseimbangan makroekonomi dan makrofinansial seperti ini tidak dapat diatasi hanya oleh kebijakan moneter, MAM, atau bahkan pengaturan dan pengawasan mikroprudensial. Kebijakan makroprudensial merupakan tambahan instrumen yang sangat penting, dan perlu diintegrasikan dengan kebijakan moneter dan MAM ke dalam bauran kebijakan Bank Indonesia.

Seperti dijelaskan dalam bagian sebelumnya, dua aspek penting perlu diperhatikan dalam memasukkan dimensi SSK dan kebijakan makroprudensial ke dalam bauran kebijakan bank sentral, yaitu: (i) perlunya memperluas dimensi stabilitas harga tidak hanya inflasi tetapi juga mencakup harga aset (finansial dan perumahan), dan (ii) respon yang diperlukan terhadap keterkaitan makrofinansial dalam SSK, khususnya terkait dengan prosiklisitas dan akumulasi risiko sistemik dalam sistem keuangan.

Untuk aspek pertama, selain inflasi IHK, Bank Indonesia perlu menaruh perhatian pada asesmen nilai tukar, *yield* obligasi dan harga saham, serta harga properti. Untuk nilai tukar, Bank Indonesia telah memasukkannya dalam analisis dan prakiraan makroekonomi dan respon kebijakan yang diperlukan. Konsisten dengan ITF, sasaran akhir tetap pencapaian target inflasi. Masuknya nilai tukar dalam analisis kebijakan sangat penting untuk asesmen mengenai konsistensi nilai tukar pasar dengan pencapaian sasaran inflasi dan *outlook* makroekonomi lainnya, serta kebijakan stabilisasi nilai tukar yang diperlukan untuk mencegah penyimpangan *misalignment* yang terlalu jauh dari fundamental. Terkait dengan harga aset lainnya, Bank Indonesia melakukan analisis secara tersendiri (di luar model) untuk memperkaya asesmen dan prakiraan makroekonomi dan makrofinansial, serta instrumen moneter dan/

atau makroprudensial yang lebih tepat untuk memitigasi risiko yang mungkin terjadi.

Aspek kedua, untuk memperkaya pemahaman mengenai keterkaitan makrofinansial, Bank Indonesia telah memperluas model prakiraan makroekonomi dengan memasukkan sektor eksternal, termasuk *external default risk* sebagai proksi risiko *sudden-stop*, serta sektor perbankan, termasuk *credit gap* untuk mengukur prosiklisitas (Harmanta, et.al., 2012, 2013). Model dimaksud ini menyajikan berbagai skenario kebijakan dengan kebijakan suku bunga dan giro wajib minimum dari sisi kebijakan moneter dan/atau Rasio *loan-to-value* (LTV) sebagai instrumen kebijakan makroprudensial. Karena *forward looking* dengan horizon sekitar dua tahun, model prakiraan tersebut menyediakan masukan penting dalam menentukan waktu dan respon kebijakan yang tepat untuk “*leaning against*” terhadap sejumlah risiko, baik terhadap pencapaian stabilitas harga, risiko pembalikan modal, dan risiko prosiklisitas-sistemik SSK, yaitu dengan: kebijakan moneter atau MAM atau kebijakan makroprudensial, atau kombinasi ketiganya. Untuk mempertajam pemahaman terkait prosiklisitas dan keterkaitan makrofinansial lainnya, khususnya *boom* kredit dan *bubbles* properti, sejumlah model dan riset dikembangkan untuk asesmen perilaku siklusnya dan akumulasi risiko sistemik yang mungkin timbul, secara agregat dan antar sektor (Alamsyah et.al., 2014; Harun et.al., 2014).

Dari perspektif SSK, sejumlah pendekatan dan teknik mulai dikembangkan, baik yang disarankan dalam literatur (Bisias, 2012) maupun yang dipraktikkan di sejumlah bank sentral (seperti oleh *European Banking Authority*, EBA, 2015). Fokusnya pada asesmen risiko sistemik (bukan pada kesehatan individual) pada bank sistemik, yaitu “bank yang karena ukuran aset, modal, dan kewajiban; luas jaringan atau kompleksitas transaksi atas jasa perbankan; serta keterkaitan dengan sektor keuangan lain dapat mengakibatkan gagalnya sebagian atau keseluruhan bank lain atau sektor jasa keuangan, baik secara operasional maupun finansial, jika bank tersebut mengalami gangguan atau gagal” (UU PPKSK, 2016).

Asesmen terhadap interkoneksi di pasar uang antar bank dan sistem pembayaran juga dilakukan. Analisis risiko kredit dilakukan dengan sejumlah metode seperti *probability of default* dan *transition matrix* kualitas aktiva bank. *Stress test* terhadap sistem perbankan dilakukan untuk menganalisis daya tahannya terhadap gejolak makroekonomi melalui pendekatan

integrated dan/atau *balanced* berdasar hasil survei risiko yang dilakukan. Asesmen risiko juga dilakukan terhadap sektor korporasi dan rumah tangga atas kinerja keuangannya dan bagaimana dampaknya terhadap kinerja sistem perbankan. Untuk memfasilitasi asesmen keterkaitan makrofinansial di antara sistem keuangan, baik dari perilaku prosiklisitas maupun risiko sistemik, dikembangkan statistik neraca yang menunjukkan keterkaitan aset dan kewajiban di antara para pelaku ekonomi dan sistem keuangan, baik publik maupun swasta, di tingkat nasional maupun di tingkat daerah.

Berdasarkan asesmen menyeluruh terhadap analisis dan prakiraan makroekonomi, keterkaitan makrofinansial, serta dimensi waktu dan antarsektor risiko sistemik seperti di atas, maka bauran kebijakan Bank Indonesia dirumuskan dengan empat instrumen berikut ini (Warjiyo, 2014a, 2015b). *Pertama*, seperti dalam hal ITF, kebijakan suku bunga ditetapkan untuk mengarahkan agar prakiraan inflasi ke depan berada dalam kisaran sasaran $4\pm 1\%$ pada 2016 dan 2017. *Kedua*, kebijakan nilai tukar diarahkan untuk menjaga stabilitas pergerakan nilai tukar di pasar sejalan dengan fundamental agar konsisten dengan pencapaian sasaran inflasi ke depan serta untuk mengelola volatilitasnya agar tidak berlebihan dan menimbulkan instabilitas makroekonomi dan SSK. *Ketiga*, MAM dilakukan untuk mendukung kebijakan nilai tukar, stabilitas makroekonomi dan SSK, khususnya dalam periode aliran masuk modal atau pembalikan modal asing yang besar. *Keempat*, kebijakan makroprudensial diarahkan untuk mendukung SSK dan efektivitas transmisi kebijakan moneter. Bank Indonesia juga mempererat koordinasi kebijakan dengan pemerintah, pusat dan daerah, dalam pengelolaan makroekonomi. Mekanisme koordinasi juga dilakukan dengan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Lembaga Penjamin Simpanan (LPS) untuk hal-hal terkait dengan SSK. Komunikasi, jelas sangat penting untuk keberhasilan bauran kebijakan tersebut.

Bagaimana bauran kebijakan tersebut mampu merespon berbagai risiko atas pencapaian sasaran inflasi dan mendukung SSK ke depan? Isu ini menjadi perdebatan, karena kemungkinan terjadinya konflik antara kebijakan moneter untuk sasaran stabilitas harga dan kebijakan makroprudensial untuk dukungan terhadap SSK. Bauran kebijakan juga dianggap menyalahi kaidah Tinbergen bahwa satu kebijakan untuk satu sasaran. Akan tetapi, dewasa ini, telah terjadi kesepahaman bahwa dalam banyak hal kedua instrumen kebijakan tersebut saling komplementer untuk mencapai kedua tujuan tersebut (Yellen, 2014).

Tabel di bawah ini menunjukkan empat kasus dari risiko stabilitas harga dan risiko SSK yang mungkin terjadi dari hasil asesmen atas prakiraan makroekonomi dan makrofinansial dalam horizon dua tahun ke depan, serta bauran *stance* kebijakan moneter dan kebijakan makroprudensial yang dapat ditempuh. Pada kuadran pertama, di mana prakiraan risiko stabilitas harga dan SSK rendah, sewajarnya *stance* kebijakan moneter maupun kebijakan makroprudensial netral atau longgar. Sebaliknya, di kuadran keempat, di mana prakiraan risiko stabilitas harga dan SSK tinggi, sudah seharusnya *stance* kebijakan moneter dan kebijakan makroprudensial ketat.

Potensi konflik dapat terjadi pada kuadran kedua dan ketiga. Dalam kuadran kedua, di mana prakiraan risiko stabilitas harga rendah tetapi prakiraan risiko SSK tinggi, *stance* kebijakan makroprudensial jelas perlu ketat. Dalam kondisi seperti ini, kebijakan moneter dapat mendukung efektivitas kebijakan makroprudensial dengan “*leaning*” atas prakiraan risiko terhadap SSK ke depan. Kasus ini seperti kondisi di AS dalam periode sebelum terjadinya krisis keuangan global 2008/2009 yang diperdebatkan oleh Taylor (2010) dan Bernanke (2010) sebagaimana dijelaskan di atas. Dalam kuadran ketiga, di mana risiko terhadap stabilitas harga tinggi sementara risiko SSK rendah, *stance* kebijakan moneter jelas perlu ketat. Dalam kondisi seperti ini, kebijakan makroprudensial dapat mendukung efektivitas kebijakan moneter dengan “*leaning*” terhadap prakiraan risiko stabilitas harga ke depan.

Seberapa jauh instrumen kebijakan makroprudensial itu dapat diterapkan tergantung pada faktor-faktor yang menyebabkan risiko stabilitas harga ke depan tersebut. Pilihan yang sewajarnya adalah kebijakan makroprudensial yang mampu memperkuat transmisi kebijakan moneter dalam mencapai stabilitas harga. Sebagai contoh, dalam hal risiko stabilitas harga disebabkan oleh kuatnya permintaan domestik yang didorong kredit bank yang cepat pada sektor properti, maka instrumen Rasio LTV yang diterapkan terhadap kredit ke sektor ini sebagai pilihan yang tepat.

Problem faktual yang terjadi di dunia nyata mungkin tidak selalu mudah seperti yang digambarkan dalam Tabel di atas. Akan tetapi, empat kasus di atas dapat dijadikan suatu *guiding principles* yang bermanfaat dalam melakukan asesmen terhadap problem yang ada dan pilihan bauran kebijakan yang dapat dipertimbangkan untuk menyikapi konflik yang mungkin terjadi pada sasaran stabilitas harga dan SSK. Perlu dicatat kembali, seberapa jauh pilihan instrumen moneter dan makroprudensial yang mana dan seperti apa,

Tabel 1.
Empat Kasus Stabilitas Harga dan Stabilitas Sistem Keuangan

| | | PRAKIRAAN RISIKO STABILITAS HARGA | |
|--|--------|---|---|
| | | RENDAH | TINGGI |
| PRAKIRAAN RISIKO STABILITAS SISTEM KEUANGAN (SSK) | TINGGI | <u>Kuadran II</u> <ul style="list-style-type: none"> ● Moneter NETRAL/ LEANING ● Makroprudensial KETAT | <u>Kuadran IV</u> <ul style="list-style-type: none"> ● Moneter KETAT ● Makroprudensial KETAT |
| | RENDAH | <u>Kuadran I</u> <ul style="list-style-type: none"> ● Moneter NETRAL/ LONGGAR ● Makroprudensial NETRAL/ LONGGAR | <u>Kuadran III</u> <ul style="list-style-type: none"> ● Moneter KETAT ● Makroprudensial NETRAL/ LEANING |

akan sangat tergantung pada asesmen terhadap faktor-faktor yang menjadi penyebab tingginya prakiraan risiko terhadap stabilitas harga dan SSK tersebut. Pendekatan seperti ini juga dapat digunakan untuk menyikapi kemungkinan konflik antara stabilitas harga dan otonomi kebijakan moneter, stabilitas nilai tukar, dan kebebasan aliran modal asing, yaitu trilema kebijakan dalam ekonomi terbuka yang sering dijelaskan dalam keuangan internasional (Obstfeld, 2015). Bagian-bagian berikut ini menjelaskan bagaimana bauran kebijakan Bank Indonesia tersebut diterapkan dalam memperkuat stabilitas moneter dan SSK dalam periode turbulensi ekonomi dan keuangan internasional sejak krisis keuangan global 2008/2009.

4.2. Kebijakan Suku Bunga dan Nilai Tukar

Sesuai dengan kebijakan moneter berdasar ITF, keputusan atas kebijakan suku bunga diarahkan agar prakiraan inflasi ke depan berada dalam sasaran inflasi yang ditetapkan. Isunya adalah bagaimana menyikapi pergerakan nilai tukar di pasar yang dapat menyebabkan prakiraan inflasi keluar dari kisaran sasaran inflasi. Kondisi seperti ini sering dijumpai di EMEs ketika menghadapi volatilitas aliran modal asing yang tinggi sejak krisis keuangan global 2008/2009. Tidak seperti di negara maju, stabilitas nilai tukar sangat penting bagi EMEs karena berbagai faktor, seperti pasar keuangan yang belum berkembang, dampaknya yang besar terhadap kondisi perbankan dan SSK, serta rigiditas di dalam perekonomian.

Dalam kondisi demikian, penargetan ganda nilai tukar sebagai bagian untuk mencapai sasaran inflasi akan memperkuat kredibilitas kebijakan moneter berdasar ITF (Ostry et. al., 2012). Secara khusus, penargetan nilai tukar dapat ditempuh untuk mitigasi dampak yang tidak diinginkan dari aliran modal asing terhadap pencapaian target inflasi, baik secara langsung melalui *exchange rate pass-through* maupun secara tidak langsung melalui permintaan domestik. Banyak EMEs yang telah memasukkan nilai tukar dalam penentuan suku bunga kebijakan di dalam *Taylor rule* (Mohanty dan Klau, 2004; Aizenmann et. al., 2011). Selain itu, intervensi valuta asing sebagai opsi lain. Dalam hal aliran modal asing menyebabkan penyimpangan *misalignment* nilai tukar dari fundamental dan inflasi dapat berada di luar sasaran, maka kombinasi respon suku bunga dan intervensi valuta asing akan lebih efektif dan karenanya memperkuat kredibilitas kebijakan moneter.

Bank Indonesia menempuh pendekatan seperti ini sejak 2010 dan menunjukkan lebih superior dari pada ITF standar yang hanya mendasarkan pada instrumen suku bunga. Tiga episode sejak krisis keuangan global 2008/2009 memberikan buktinya, yaitu periode 2010 hingga Fed *taper tantrum* Mei 2013, periode sejak Fed *taper tantrum* hingga pertengahan 2015, dan periode sesudahnya. Dalam periode pertama, Indonesia menikmati banyak manfaat dari global *spillovers*, khususnya harga komoditas yang tinggi dan aliran masuk modal asing yang besar (Warjiyo, 2013b). Pertumbuhan ekonomi mencapai puncaknya sebesar 6.5% pada 2011 dan tetap relatif tinggi 6.2% pada 2012. Inflasi mencapai terendah dalam sejarah 3.8% dalam 2011, bahkan lebih rendah dari batas bawah kisaran sasaran $5\pm 1\%$ pada waktu itu, dan hanya sedikit meningkat menjadi 4.3% pada 2012.

Indonesia menerima aliran masuk modal asing yang sangat besar dalam periode ini, didorong oleh eksekusi likuiditas global mencari imbal hasil yang tinggi dan prospek ekonomi Indonesia yang menjanjikan. Nilai tukar menguat dari aliran masuk modal asing ini, bersamaan dengan surplus transaksi berjalan dari harga komoditas yang tinggi. Tantangannya adalah bagaimana mengelola aliran masuk modal asing tersebut untuk mencegah akumulasi risiko sistemik terhadap SSK, seperti terlihat pada pertumbuhan kredit perbankan yang tinggi di atas 22% per tahun dalam periode 2010-2012. Kondisi ini seperti kuadran kedua di mana risiko stabilitas harga rendah sementara risiko SSK relatif tinggi sebagaimana didiskusikan di atas.

Konsisten dengan ITF, Bank Indonesia menurunkan suku bunga kebijakan dengan total 75 bps dari 6.5% pada 2010 menjadi 5.75% pada 2012. Penurunan lebih lanjut suku bunga kebijakan menjadi tidak konsisten dengan ITF karena inflasi telah mencapai titik rendah dalam sejarah, di samping juga tidak akan efektif mengatasi banjirnya aliran masuk modal asing yang lebih disebabkan oleh *push factors* daripada *pull factors* (Indrawan et.al., 2013). Selain itu, penurunan suku bunga juga tidak konsisten dengan tujuan mendukung SSK karena pertumbuhan kredit terlalu tinggi. Bank Indonesia melakukan intervensi (beli) di pasar valuta asing untuk mengurangi banjirnya modal asing dan penguatan nilai tukar. Untuk mensterilisasi dampaknya terhadap ekspansi likuiditas di perbankan domestik secara lebih efektif, giro wajib minimum dinaikkan dari 5% menjadi 8% pada November 2011. Cadangan devisa meningkat secara signifikan dari hanya US\$ 66.2 miliar pada awal 2010 dan mencapai puncaknya sebesar US\$112.8 miliar pada 2012. Kenaikan cadangan devisa ini mampu memberikan bantalan yang lebih besar dalam menghadapi aliran modal keluar setelah Fed *taper tantrum* pada pertengahan 2013.

Situasinya kemudian berbalik dalam periode kedua. Aliran modal asing ke luar sangat besar segera setelah pengumuman yang mengejutkan Fed *taper tantrum*, dan berlangsung selama bulan Mei hingga Agustus 2013. Pembalikan tiba-tiba modal asing dari obligasi pemerintah dan saham dalam jumlah besar tersebut menimbulkan perilaku latah yang semakin meningkatkan risiko terhadap stabilitas moneter dan SSK (Warjiyo, 2014b). Masalahnya semakin sulit dengan membengkaknya defisit transaksi berjalan hingga puncaknya 4.4% dari PDB dengan buruknya kinerja ekspor karena anjloknya harga komoditas, sementara impor masih tinggi dengan kuatnya permintaan domestik. Inflasi melonjak menjadi 8.4% pada 2013 dengan kenaikan harga BBM oleh pemerintah pada Juli 2013 dan menjadi 8.3% pada 2014 dengan dihapusnya subsidi bensin dan pembatasan subsidi solar pada Oktober 2014. Dari perspektif SSK, pertumbuhan kredit perbankan juga masih tinggi sebesar 21.4% pada 2013. Kondisi ini seperti kasus kuadran keempat di mana risiko terhadap stabilitas harga dan SSK tinggi sebagaimana diuraikan di atas.

Bank Indonesia merespon secara cepat untuk menstabilkan situasi: menaikkan suku bunga dan mengetatkan makroprudensial. Bank Indonesia termasuk yang pertama menaikkan suku bunga lebih awal dengan adanya Fed *taper tantrum* Mei 2013. Kenaikan suku bunga pertama kali dilakukan

pada Juni 2013, dan kemudian diikuti dengan kenaikan pada bulan-bulan sesudahnya dengan total 175 bps menjadi 7.50% dalam kurun waktu enam bulan hingga November 2013. Tujuan utama dari kenaikan suku bunga secara agresif ini adalah untuk secara *pre-emptive* mengendalikan tekanan inflasi yang tinggi karena kenaikan harga BBM oleh pemerintah pada Juli 2013.

Selain itu, kebijakan dimaksud juga sebagai bagian dari koordinasi kebijakan makroekonomi bersama kebijakan fiskal untuk menurunkan defisit transaksi berjalan yang terlalu tinggi. Ketepatan waktu kenaikan sangat penting karena sekaligus untuk mengendalikan pembalikan modal asing setelah Fed *taper tantrum*. Respon suku bunga yang agresif dan besar tersebut mampu memberikan sinyal yang jelas kepada pasar untuk kredibilitas kebijakan moneter.

Bank Indonesia juga melakukan intervensi (jual) valuta asing dalam jumlah besar untuk mengatasi pembalikan modal dan menstabilkan nilai tukar setelah Fed *taper tantrum* sebelum kemudian kembali stabil sejak September 2013. Akibatnya, cadangan devisa menurun tajam hingga tingkat terendah sebesar US\$ 92 miliar pada Juli 2013 sebelum kemudian kembali meningkat menjadi US\$ 99 miliar pada akhir 2013. Intervensi valuta asing juga dibarengi dengan pembelian obligasi pemerintah dari pasar sekunder, suatu taktik yang disebut intervensi ganda (Warjiyo, 2013c). Pada dasarnya taktik ini agar sterilisasi lebih efektif, karena pembelian obligasi dari pasar sekunder akan menghindari kekeringan likuiditas yang terserap karena intervensi (jual) valuta asing. Taktik intervensi ganda tersebut juga memperkuat efektivitas intervensi valuta asing dalam menstabilkan nilai tukar.

Melalui taktik ini, Bank Indonesia memberikan sinyal yang jelas bahwa akan tidak ragu untuk memasok pasar valuta asing dan siap sedia membeli obligasi yang dijual investor asing, dan karenanya mencegah perilaku latah dan *contagion* dari pembalikan modal asing. Lebih dari itu, intervensi ganda tersebut sebagai cara agar tujuan stabilitas moneter lebih konsisten dengan keperluan menjaga SSK. Dengan menstabilkan pasar valuta asing dan pasar obligasi pemerintah, intervensi ganda membantu dalam menstabilkan pasar keuangan secara keseluruhan.

Respon kebijakan moneter yang tegas dan tepat waktu membuahkan hasil dan memperkuat kredibilitas. Keyakinan pasar kembali pulih secara cepat dan aliran modal kembali masuk sejak akhir 2013 dan sepanjang tahun 2014.

Stabilitas makroekonomi dan SSK kembali terjaga. Bahkan, inflasi menurun dari 8,4% setelah reformasi subsidi pada 2014 menjadi 3,4% pada akhir 2015, dan defisit transaksi berjalan menurun dari 3,1% menjadi 2,0% dari PDB dalam periode yang sama.

Kondisi ini seperti kuadran pertama yang telah dijelaskan di atas, di mana risiko dari stabilitas harga dan SSK rendah. Akan tetapi, pertumbuhan ekonomi menurun dari 5,02% pada 2014 menjadi 4,8% pada 2015, dan pertumbuhan kredit perbankan juga ketat sekitar 10%. Karenanya, dengan stabilitas terjaga dan komunikasi Fed semakin jelas bahwa proses normalisasi akan gradual, maka Bank Indonesia melonggarkan kebijakan moneter untuk memperkuat relaksasi kebijakan makroprudensial yang dilakukan tahun sebelumnya. Suku bunga kebijakan moneter diturunkan tiga kali dalam tiga bulan pertama tahun 2016 dengan total 75 bps hingga menjadi 6,75%. Giro wajib minimum juga diturunkan sebesar 50 bps pada November 2015 dan kembali sebesar 100 bps menjadi 6,5% pada Februari 2016.

Bank Indonesia meyakini bahwa pelonggaran moneter dan makroprudensial akan memperkuat stimulus fiskal untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dengan inflasi yang diperkirakan tetap terkendali pada sasaran $4 \pm 1\%$ pada tahun 2016 dan 2017. Dengan kebijakan makroekonomi dan SSK yang terkoordinasi serta percepatan reformasi struktural yang ditempuh pemerintah, pertumbuhan ekonomi Indonesia akan mencapai kisaran 5,2-5,6% pada 2016 dan meningkat menjadi 5,3-5,7% pada 2017.

4.3. Manajemen Aliran Modal Asing

MAM di Indonesia ditujukan untuk mengkomplementasi, bukan menggantikan, kebijakan makroekonomi yang sehat. Pertahanan terbaik untuk memetik manfaat dan memitigasi dampak negatif dari aliran modal asing adalah dengan memperkuat fundamental ekonomi, kebijakan makroekonomi dan SSK yang pruden, serta akselerasi dari kebijakan reformasi struktural di sektor riil.

Dengan pemikiran seperti ini, MAM di Indonesia didasarkan pada tiga acuan pokok *guiding principles* berikut ini. *Pertama*, tujuannya adalah untuk memitigasi dampak negatif dari aliran modal asing terhadap ketidakstabilan nilai tukar, moneter dan sistem keuangan, serta makroekonomi secara keseluruhan. *Kedua*, MAM diterapkan secara selektif pada jenis aliran

modal asing tertentu, yaitu yang jangka pendek dan cenderung spekulatif, sementara aliran modal asing jangka panjang dan produktif terus didorong bagi pembiayaan ekonomi Indonesia. Dan, *Ketiga*, instrumen dan pengaturan MAM tetap konsisten dengan prinsip umum menjaga rezim aliran modal asing yang terbuka, *open capital account regime*. Sejauh mungkin, pengaturannya tidak membedakan antara residen dan non-residen. Pemberlakuannya secara temporer sesuai dengan kebutuhan, yaitu diperketat pada waktu aliran modal asing terlalu besar dan diperlonggar pada kondisi sebaliknya.

Berikut ini sejumlah pengaturan MAM yang ditempuh. Dalam periode aliran modal asing yang besar sejak krisis keuangan global 2008/2009 hingga Fed *taper tantrum*, maka pada tahun 2010 Bank Indonesia memberlakukan pengaturan MAM dalam bentuk *six month holding period* untuk transaksi pada Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan batasan maksimum pinjaman luar negeri jangka pendek bank sebesar 30% dari modal. Artinya, dengan memberlakukan waktu tunggu enam bulan untuk penjualan kembali atas pembelian SBI, aliran modal asing jangka pendek dapat dibatasi dan didorong ke jangka yang lebih panjang. Demikian pula pembatasan pinjaman luar negeri jangka pendek untuk mencegah perbankan menggunakan dana jangka pendek untuk penyaluran kredit jangka panjang, di samping untuk mitigasi risiko valuta asing.

Dalam periode berikutnya, dengan aliran modal asing yang lebih rendah dan bahkan keluar setelah Fed *taper tantrum* tahun 2013, pengaturan MAM tersebut diperlonggar, yaitu menjadi *one-month holding period* untuk SBI, sementara sejumlah transaksi diperkecualikan dari perhitungan-perhitungan batasan pinjaman luar negeri jangka pendek bank. Pengaturan MAM tersebut dapat membantu dalam mengelola aliran modal asing jangka pendek dan cenderung spekulatif, dan karenanya konsisten dengan dan mendukung tujuan mencapai stabilitas harga (dan nilai tukar) dan SSK.

Pada akhir tahun 2014, Bank Indonesia juga memberlakukan ketentuan memperkuat manajemen risiko atas utang luar negeri korporasi non-bank. Sebagaimana diketahui, di Indonesia utang luar negeri pemerintah telah dibatasi melalui ketentuan maksimum defisit fiskal sebesar 3% dari PDB sesuai dengan undang-undang. Untuk perbankan, selain batasan pinjaman luar negeri jangka pendek di atas, setiap utang luar negeri perbankan harus mendapat izin terlebih dahulu dari Bank Indonesia agar tetap konsisten dengan tujuan untuk menjaga stabilitas makroekonomi dan SSK.

Untuk korporasi non-bank, ketentuan baru yang dikeluarkan Bank Indonesia pada akhir 2014 memperkuat manajemen risiko atas utang luar negeri, yaitu berupa kewajiban untuk: (i) lindung nilai atas risiko valuta asing, *currency hedging ratio*, minimum 25% dari kewajiban valuta asing neto yang akan jatuh waktu dalam tiga dan enam bulan mendatang; (ii) tersedianya likuiditas, *liquidity ratio*, minimum 50% (setelah memperhitungkan aset valuta asing dalam rasio lindung nilai) minimum 50% dari kewajiban valuta asing neto yang akan jatuh tempo dalam tiga dan enam bulan mendatang; serta (iii) peringkat kredit, *credit rating*, minimum satu tingkat di bawah peringkat investasi, *investment grade*.

Hasil pemantauan terhadap lebih dari 2.000 perusahaan yang menyampaikan laporan keuangannya kepada Bank Indonesia menunjukkan lebih dari 88% memenuhi ketentuan tersebut. Selain itu, ketentuan tersebut juga mendorong korporasi untuk melakukan lindung nilai atas risiko valuta asing dari utang luar negerinya, seperti terlihat dari meningkatnya transaksi *swap* dan *forward* di pasar valuta asing.

4.4. Kebijakan Makroprudensial

Seperti dijelaskan di atas, penerapan kebijakan makroprudensial di Indonesia diperlukan dan mampu memperkuat efektivitas kebijakan moneter untuk mencapai stabilitas harga (dan nilai tukar) dan SSK. Transmisi kebijakan moneter dapat menjadi lebih efektif, khususnya melalui sistem perbankan, dan SSK juga dapat lebih terjaga. Tanpa saling mendukungnya kebijakan moneter dan kebijakan makroprudensial, respon suku bunga dari sisi kebijakan moneter untuk mencapai stabilitas harga (dan nilai tukar) dan mendukung SSK akan jauh lebih besar. Sebagai contoh, untuk mengendalikan pertumbuhan kredit perbankan yang terlalu cepat, diperlukan kenaikan suku bunga yang jauh lebih tinggi apabila tidak disertai dengan pengetatan kebijakan makroprudensial. Dampaknya juga dapat merugikan, tidak saja bagi perekonomian tetapi juga bagi sistem keuangan.

Di Bank Indonesia, selain memperluas analisis dan prakiraan makroekonomi dengan memasukkan keterkaitan makrofinansial dalam perumusan bauran kebijakan, sejumlah pendekatan dan model dikembangkan untuk melakukan asesmen pertumbuhan kredit perbankan yang optimal (Utari et.al. 2012). Model seperti ini diterapkan terhadap pertumbuhan kredit, baik

secara agregat maupun per jenis kredit (konsumsi, modal kerja, dan investasi) maupun per sektor ekonomi. Perbandingan antara pertumbuhan kredit aktual dan tingkat optimalnya dapat menunjukkan apakah pertumbuhan kredit perbankan, baik secara agregat, per jenis ataupun per sektor ekonomi, terlalu berlebihan. Asesmen seperti ini sangat penting untuk menentukan: apa dan kapan instrumen kebijakan makroprudensial yang tepat dan diperlukan untuk saling memperkuat kebijakan moneter dan MAM guna mencapai stabilitas harga (dan nilai tukar) dan mendukung terjaganya SSK.

Pendekatan seperti ini yang dilakukan pada waktu Bank Indonesia menerapkan ketentuan LTV terhadap kredit pada sektor otomotif dan sektor properti rerata sekitar 70% pada Juni 2012 (Warjiyo, 2015a). Seperti dijelaskan di atas, sementara inflasi terkendali, pada waktu itu risiko terhadap SSK meningkat dengan pertumbuhan kredit yang tinggi dan aliran masuk modal asing yang deras. Kenaikan suku bunga tidak dimungkinkan, karena akan mendorong aliran masuk modal asing lebih besar lagi dan mendorong kredit lebih tinggi lagi. Untuk mengendalikan aliran masuk modal asing, Bank Indonesia melakukan intervensi (beli) valuta asing, menaikkan giro wajib minimum, dan sejumlah ketentuan MAM. Ketentuan makroprudensial melalui Rasio LTV memperkuat bauran kebijakan Bank Indonesia.

Selanjutnya, untuk memperkuat kebijakan dalam menjaga stabilitas makroekonomi dan SSK setelah Fed *taper tantrum*, ketentuan Rasio LTV diperketat pada Agustus 2013 untuk pembelian properti yang kedua, ketiga, dan seterusnya untuk tipe-tipe rumah dan apartemen tertentu. Kebijakan ini sebagai bagian dari pengetatan moneter dan juga fiskal untuk mengendalikan tingginya inflasi dan defisit transaksi berjalan. Dengan pengetatan kebijakan makroprudensial tersebut, efektivitas kenaikan suku bunga dapat diperkuat dan karenanya menghindari kenaikan suku bunga yang jauh lebih tinggi. Hal ini juga mempertimbangkan rigiditas suku bunga kredit dalam merespon perubahan suku bunga kebijakan moneter dengan tingginya *spread* antara suku bunga kredit dan suku bunga simpanan. Pengetatan makroprudensial tersebut juga disertai dengan tindakan pengawasan, *supervisory action*, terhadap bank yang lebih ketat khususnya yang menyalurkan kredit properti yang terlalu tinggi.

Pengalaman sejauh ini menunjukkan bahwa pengaturan makroprudensial dan tindakan pengawasan tersebut mampu memperkuat efektivitas transmisi kebijakan moneter dan mendukung terjaganya SSK (Purnawan dan Nasir,

2015; Wimanda et.al., 2012, 2014). Secara keseluruhan, kredit ke sektor properti turun dari sekitar 25% pada tahun 2012 menjadi sekitar 15% pada tahun 2015 dan sekitar 11% dewasa ini. Pertumbuhan kredit perumahan (KPR) juga menurun dari sekitar 45% pada tahun 2012 menjadi sekitar 15% pada tahun 2015 dan sekitar 7% dewasa ini. Pertumbuhan kredit real estate baru mengalami penurunan sejak pengetatan LTV pada Agustus 2013, yaitu dari sekitar 35% pada waktu itu menjadi 15% pada tahun 2015 dan kemudian meningkat menjadi sekitar 20% dewasa ini. Peningkatan kredit *real estate* sejak tahun 2015 berkaitan erat dengan percepatan belanja modal sebagai bagian dari stimulus fiskal pemerintah seperti tampak juga pada kredit konstruksi yang tumbuh sekitar 28% dewasa ini. Perlu dicatat bahwa sektor otomotif dan properti mengandung komponen impor yang tinggi, dan karenanya pengendalian kredit kedua sektor ini membantu dalam penurunan defisit transaksi berjalan yang menjadi permasalahan makroekonomi pada tahun 2013.

Pada periode ketiga, sebagai bagian dari kebijakan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dengan terjaganya stabilitas makroekonomi dan SSK, Bank Indonesia merelaksasi ketentuan makroprudensial dengan menaikkan Rasio LTV (atau penurunan uang muka kredit) rerata sekitar 10% pada Juni 2015. Seperti dijelaskan di atas, pada waktu itu prakiraan makroekonomi dan makrofinansial menunjukkan bahwa risiko infasi dan SSK ke depan terkendali, seperti dalam kuadran pertama. Akan tetapi, penurunan suku bunga kebijakan moneter masih terkendala dengan sangat tingginya ketidakpastian kenaikan suku bunga Fed hingga Desember 2015. Karenanya, Bank Indonesia memulai pelonggaran bauran kebijakannya dengan relaksasi instrumen makroprudensial pada Juni 2015 dan penurunan giro wajib minimum pada November 2015, dan baru mulai awal tahun 2016 diikuti dengan penurunan suku bunga kebijakan moneter. Pelonggaran bauran kebijakan moneter dengan penurunan suku bunga dan giro wajib minimum, serta kebijakan makroprudensial melalui kenaikan Rasio LTV (penurunan uang muka kredit), bersama-sama dengan stimulus fiskal dan akselerasi kebijakan reformasi struktural oleh pemerintah, akan saling memperkuat dalam mendorong pertumbuhan ekonomi dan menjaga stabilitas makroekonomi dan SSK.

Sebagai bagian dari kebijakan makroprudensial, Bank Indonesia juga sudah menerapkan ketentuan CCB sejak akhir 2015. Sesuai dengan *spirit* pelonggaran dari bauran kebijakan yang ditempuh, maka CCB tersebut

ditetapkan sebesar 0% dan akan ditinjau setiap 6 bulan. Penerapan ketentuan CCB oleh Bank Indonesia ini termasuk standar internasional di bidang makroprudensial yang sangat penting.

4.5. Pranata Kelembagaan

Efektivitas bauran kebijakan bank sentral memerlukan penguatan pranata kelembagaan, baik di bank sentral itu sendiri maupun koordinasinya dengan pemerintah dan otoritas terkait. Di dalam bank sentral, seperti dikemukakan sebelumnya, Bank Indonesia telah menyempurnakan kerangka analisis kebijakan dan prakiraan makroekonominya dengan memasukkan keterkaitan makrofinansial, khususnya sektor perbankan dan eksternal. Kerangka analisis dan prakiraan yang terintegrasi ini menjadi dasar bagi perumusan bauran kebijakan suku bunga, nilai tukar, giro wajib minimum, dan makroprudensial (Rasio LTV).

Sejumlah riset juga dilakukan terkait perilaku aliran modal asing dan prosiklisitas keuangan, khususnya kredit perbankan dan sektor perumahan. Analisis dan riset yang lebih banyak perlu dilakukan untuk memperkuat pemahaman mengenai keterkaitan makrofinansial, prosiklisitas, dan risiko sistemik. Penguatan data dan statistik juga dilakukan, termasuk pengembangan indikator SSK, sistem deteksi dini, serta statistik neraca keuangan antar sektor di tingkat nasional dan daerah.

Proses pengambilan keputusan juga diperkuat. Dalam praktik di sejumlah bank sentral, terdapat perbedaan pandangan apakah lebih baik tetap mempertahankan atau mengintegrasikan komite-komite yang berbeda-beda untuk kebijakan moneter dan kebijakan SSK. Kohn (2015), misalnya, lebih merekomendasikan untuk tetap mempertahankan komite yang berbeda, karena mempertimbangkan perbedaan sasaran dan fokus, instrumen, maupun akuntabilitasnya. Praktik ini dijumpai di *Bank of England* (BoE) yang sejak krisis keuangan global 2008/2009 membentuk tiga komite di luar komite kebijakan moneter terkait dengan SSK, yaitu: *Prudential Regulation Authority* (PRA) yang dibentuk BoE untuk mikroprudensial, *Financial Conduct Authority* (FCA) untuk pasar keuangan, serta *Financial Policy Committee* (FPC) untuk kebijakan makroprudensial.

Di Bank Indonesia, perumusan kebijakan dan pengambilan keputusan dilakukan melalui Rapat Dewan Gubernur (RDG), baik terkait dengan kebijakan moneter, makroprudensial, dan sistem pembayaran. Dalam prosesnya, terdapat tiga komite yaitu kebijakan moneter, SSK, dan sistem pembayaran yang diketuai oleh masing-masing deputi gubernur yang membawahi bidang perumusan kebijakan. Untuk memperkuat bauran kebijakan tersebut dibentuk komite bersama untuk mengintegrasikan analisis dan prakiraan dari ketiga aspek kebijakan tersebut, serta bauran kebijakan yang perlu ditempuh. Penguatan model prakiraan dan proses perumusan bauran kebijakan seperti ini semakin memperkaya pemahaman tidak saja makroekonomi tetapi juga keterkaitan makrofinansial di dalam sistem keuangan, serta bauran kebijakan yang lebih optimal dalam mencapai stabilitas harga dan mendukung SSK. Ini sangat berbeda dengan standar kerangka kebijakan moneter yang hanya berdasar pada ITF saja.

Bank Indonesia juga menjalin koordinasi yang erat dengan pemerintah dan otoritas terkait. Koordinasi kebijakan moneter dan fiskal dilakukan antara Bank Indonesia dan pemerintah dalam proses perumusan APBN serta berbagai aspek lain dalam pengelolaan makroekonomi, baik di tingkat pusat maupun daerah. Meskipun Bank Indonesia diberikan independensi dalam pelaksanaan tugas-tugasnya oleh undang-undang, namun bauran kebijakan yang ditempuhnya merupakan bagian integral dari bauran kebijakan di tingkat nasional, khususnya kebijakan makroekonomi, SSK dan reformasi struktural (Warjiyo, 2013a). Terkait dengan SSK, koordinasi dilakukan melalui Komite Kebijakan Stabilitas Keuangan (KSK) yang diketuai oleh Menteri Keuangan dengan anggotanya: Gubernur Bank Indonesia, Ketua Otoritas Jasa Keuangan (OJK), dan Ketua Lembaga Penjamin Simpanan (LPS).

UU No. 9 Tahun 2016 tentang PPKSK yang baru saja diundangkan memberikan landasan hukum mengenai koordinasi kebijakan untuk SSK tersebut, kewenangan masing-masing lembaga, penanganan bank sistemik, serta mekanisme pencegahan dan penanganan krisis. Secara bilateral, mekanisme koordinasi juga dilakukan antara pengaturan dan pengawasan makroprudensial yang dilakukan Bank Indonesia dengan pengaturan dan pengawasan mikroprudensial oleh OJK.

BAB 5

PENUTUP

Buku ini telah menjelaskan konsep dan implementasi bauran kebijakan bank sentral dalam melaksanakan mandat ganda dalam mencapai stabilitas harga dan mendukung SSK. Bauran kebijakan dimaksud terdiri dari empat elemen pokok, yaitu kebijakan suku bunga, nilai tukar, manajemen aliran modal asing, dan kebijakan makroprudensial. Mandat ganda bank sentral untuk mencapai stabilitas harga dan mendukung SSK dimaksud saling komplementer. Empat kasus yang menunjukkan konsistensi antara sasaran stabilitas harga dan SSK telah dipaparkan, berikut dengan bauran kebijakan yang dapat ditempuh.

Kerangka kerja kebijakan moneter berdasar ITF merupakan landasan yang kuat untuk mendukung bauran kebijakan bank sentral tersebut. Kuncinya adalah memperluas kerangka analisis kebijakan dan prakiraan makroekonomi dalam ITF tersebut dengan memasukkan keterkaitan makrofinansial dari sistem keuangan, khususnya asesmen prosiklisitas dan risiko sistemik, serta bauran kebijakan yang konsisten dengan permasalahan yang dihadapi.

Pengalaman dalam menerapkan bauran kebijakan tersebut di Bank Indonesia sejak tahun 2010 menunjukkan kinerja yang lebih superior dibandingkan dengan ITF standar. Tiga episode permasalahan makroekonomi dan SSK yang dihadapi Indonesia menunjukkan bahwa penerapan bauran kebijakan Bank Indonesia tersebut mampu mendukung ketahanan perekonomian Indonesia dengan stabilitas makroekonomi dan SSK yang terjaga. Untuk mendukung perumusan bauran kebijakan tersebut, Bank Indonesia telah memperluas model prakiraan makroekonomi yang ada dengan memasukkan keterkaitan makrofinansial, khususnya dalam sistem perbankan dan sektor eksternal.

Sejumlah riset dan analisis juga dikembangkan untuk lebih memahami keterkaitan makrofinansial, khususnya terkait dengan prosiklisitas kredit, properti, utang luar negeri, dan volatilitas aliran modal, serta asesmen risiko sistemik dari sistem perbankan, khususnya interkoneksi dan jejaring finansial di pasar keuangan dan sistem pembayaran. Proses perumusan kebijakan juga diperkuat dengan membentuk komite bersama kebijakan moneter,

makroprudensial, dan sistem pembayaran untuk integrasi analisis ketiga aspek tersebut serta respon bauran kebijakan yang optimal.

Koordinasi yang erat juga dilakukan dengan pemerintah dan otoritas terkait. Di tingkat nasional, untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang tinggi dengan stabilitas makroekonomi dan SSK yang terjaga, perlu bauran ekonomi nasional yang terdiri dari: kebijakan makroekonomi, kebijakan SSK, dan reformasi struktural. Akselerasi kebijakan reformasi struktural ditujukan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi dari sisi kapasitas produksi nasional (*output* potensial). Koordinasi kebijakan makroekonomi ditujukan untuk mengelola siklus ekonomi agar tidak menimbulkan ketidakseimbangan internal, yaitu inflasi yang tinggi, dan ketidakseimbangan eksternal, yaitu defisit transaksi berjalan yang berlebihan. Sementara itu, koordinasi kebijakan SSK ditujukan untuk mengelola siklus keuangan tidak menimbulkan *boom bust* dan risiko sistemik yang berujung pada krisis finansial. Bauran kebijakan ekonomi nasional seperti ini akan dijelaskan dalam buku Seri Kebanksentralan yang lain.

Daftar Pustaka

- Acemoglu, D., A. Ozdaglar, and A. Tahbaz-Salehi, 2015. "Systemic Risk and Stability in Financial Networks", *American Economic Review*, February.
- Acharya, V.V. and T. Yorulmazer, 2003. "Information Contagion and Inter-Bank Correlation in a Theory of Systemic Risk", CEPR Discussion Paper 3743.
- Agénor, P.R. and L.A.P. da Silva, 2013, "Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World", Banco Central do Brazil Working Paper No. 324, September.
- Aizenman, J, M. Hutchison and I. Noy, 2011, 'Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets', *World Development*, Vol. 39, No. 5, pages 712-24.
- Alamsyah, H., J. Adamanti, D. Yumanita, RI. Astuti, 2014, "Financial Cycles in Indonesia", Bank Indonesia Working Paper No. WP/8/2014., December.
- Allen, F., A. Babus and E. Carletti, 2010, "Financial connections and systemic risk", NBER Working Paper 16177, Juli.
- Allen, W. and Wood, G. (2006), "Defining and achieving financial stability", *Journal of Financial Stability*, June, pp. 152-172.
- Bank for International Settlements (BIS), 2011, "Central bank governance and financial stability", A report by a Study Group chaired by Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank, May.
- _____, 2012, "A framework for dealing with domestic systemically important banks", Basle Committee on Banking Supervision (BCBS), October.
- Berg, C., K. Hallsten, V.Q. Von Heideken, and U. Söderström, 2013, "Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges", *Sveriges Riksbank Economic Review*, Special Issue.
- Bernanke, B, 2009. "The Right Reform for the Fed". *Washington Post*. 29 November.

- _____, 2010, “Monetary Policy and the Housing Bubble”, Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, January.
- Bernanke, B and M. Gertler, 2000, “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, NBER Working Paper 7559, February.
- Bikhchandani, S. and S. Sharma, 2001, “Herd Behaviour in Financial Market”, IMF Staff Papers Vol. 47 No. 3.
- Bisias, D., M. Flood, A.W. Lo, S. Valavanis, 2012, “A Survey of Systemic Risk Analytics”, US-Treasury Office of Financial Research Working Paper #0001, January.
- Bordo, M, B. Eichengreen, D. Klingebiel, and M.S. Martinez-Peria, 2001, “Is the Crisis Problem Growing More Severe?”, Centre for Economic Policy Research (CEPR) Economic Policy, 16(32):53-82.
- Bloxham, P., C. Kent and M. Robson. 2011. “Asset Prices, Credit Growth, Monetary and Other Policies: An Australian Case Study”. NBER Working Paper 16485.
- Calvo, G. dan C. Reinhart, 2000, “When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options,” in P. B. Kenen and A. K. Swoboda, eds., *Reforming the International Monetary and Financial System*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Claessens, S., M.A. Kose and M.E. Terrones, 2011, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, IMF Working Paper WP/11/88.
- Claessens, S. and M. A. Kose, 2013, “Financial Crises: Explanations, Types, and Implications”, IMF Working Paper WP/13/28.
- Diamond, D.W. dan R.G. Rajan, 2010, “Fear of fire sales and the credit freeze”, BIS Working Papers No. 305, March.
- European Banking Authority (EBA), 2015, “Risk Assessment of the European Banking System”, December.
- Filardo, A.J., 2001, “Should monetary policy respond to asset price bubbles? Some experimental results”, Federal Reserve of Kansas City RWP 01-04, July.
- Freixas, X., B. Parigi dan J.C. Rochet, 2000, “Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank,” Journal of

- Money, Credit and Banking, 32(3): 611-638.
- Greenspan, A. 2002. "Opening Remarks in Rethinking Stabilization Policy". A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Harmanta, Tarsidin, MB. Bathaluddin, Idham, 2012., "ARIMBI with Macroprudential Policy", Bank Indonesia: Economic Research Group, July.
- Harmanta, N.M.A. Purwanto, A. Rachmanto, and F. Oktiyo, 2013, "Monetary and Macroprudential Policy Mix under Financial Frictions Mechanism with DSGE Model", Bank Indonesia, December.
- Harun, CA., AA. Taruna, RR. Nattan, N. Surjaningsih, 2014, "Financial Cycle of Indonesia – Potential Forward Looking Analysis", Bank Indonesia Working Paper No. WP/9/2014, December.
- Indawan, F., S. Fitriani, MI. Permata, and I. Karlina, 2013, "Capital Flows in Indonesia: the Behavior, the Role, and Its Optimality Uses for the Economy", Bank Indonesia: Bulletin of Monetary, Economics and Banking, January.
- International Monetary Fund (IMF), 2009, "Initial Lessons of the Crisis", prepared by the Research, Monetary and Capital Markets, and Strategy, Policy, and Review Departments, February.
- _____, 2012, "The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View", Washington, DC; November.
- _____, 2013, "Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows", Washington, DC; April.
- _____, 2015, "Managing Capital Outflows-Further Operational Consideration", Washington, DC, December
- Jorda, O., M. Schularick, dan A.M. Taylor, 2011, "Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons", IMF Economic Review 59(2).
- _____, 2014, "Betting the house", NBER Working Paper 20771, December.
- Kawai, M. and S. Takagi, 2008, "A Survey of the Literature on Managing Capital Inflows", ADB Institute Discussion Paper No. 100, March.

- Kawai, M. and P. J. Morgan. 2012. “Central Banking for Financial Stability in Asia”. Asian Development Bank Institute (ADBI) Working Paper 377.
- Kindleberger, C., 1978, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books.
- Koepke, R. 2015, “What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature”, Institute of International Finance, University of Wurzburg, April.
- Kohn, D. 2015, “Implementing macroprudential and monetary policies: The case for two committees”, Brooking Institute, October.
- Minsky, H.P, 1982, “The Financial Instability Hypothesis”, Levy Economics Institute Working Paper No. 74.
- Mohanty, M and M. Klau, 2004, ‘Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence ’, BIS Working Papers No 149.
- Morris, S. and H. S. Shin, 2004, “Liquidity Black Holes”, *Review of Finance*, vol. 8(1), pp. 1-18.
- Obstfeld, M., 2015, “Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation”, BIS Working Papers No 480, January..
- Ostry, J D, Ghosh, A R and Chamon, M, 2012, ‘Two targets, two instruments: monetary and exchange rate policies in emerging market economies’, IMF Staff Discussion Note SDN/12/01.
- Purnawan, ME. and MA. Nasir, 2015, “The Role of Macroprudential Policy to Manage Exchange Rate Volatility, Excess Banking Liquidity and Credits”, *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, Vol. 18, No. 1, July.
- Rajan, R.G., 1994, “Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence”, *Quarterly Journal of Economics*, 109(2):399-441.
- Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff, 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton Press.
- Taylor, JB, 2010, “Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June.

- Utari, GAD., T. Arimurti, IN. Kurniati, 2012, “Optimal Credit Growth and Macroprudential Policy in Indonesia”, *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, October.
- Vredin, A., 2015, “Inflation targeting and financial stability: providing policymakers with relevant information”, *BIS Working Papers No 503*, July.
- Warjiyo, P., 2013a, “Macroeconomic Policy Mix for Promoting Sustainable and Inclusive Growth” Keynote Speech at the ESCAP High Level Policy Dialogue and Eleventh Bank Indonesia Annual International Seminar, Yogyakarta, May.
- _____, 2013b, “Indonesia’s monetary policy: coping with volatile commodity prices and capital inflows”, *BIS Papers No. 70*, January.
- _____, 2013c, “Indonesia: stabilizing the exchange rate along its fundamental”, *BIS Papers No. 73*, October.
- _____, 2014a, “US monetary policy normalization and EME policy mix – the Indonesian experience”, *Speech at the NBER 25th Annual East Asian Seminar on Economics*, Tokyo, June.
- _____, 2014b, “The transmission mechanism and policy responses to global monetary developments: the Indonesian experience”, *BIS Papers No. 78*, Agustus.
- _____, 2015a, “Indonesia: Changing patterns of financial intermediation and their implications for central bank policy”, *BIS Papers No. 83*.
- _____, 2015b, “Indonesia: Global Spillover and Policy Response”, paper presented at the Asia Economic Policy Conference (AEPIC), Federal Reserve Bank of San Francisco (FRBSF), November.
- Williams, J.C., 2015, “Measuring Monetary Policy’s Effect on House Prices”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letters 2015-28*, August.
- Wimanda, RE., MI. Permata, MB. Bathaludin, and WA Wibowo, 2012, “Studi on Implementing Macroprudential Policy in Indonesia”, *Bank Indonesia Working Paper No. WP/11/2012*, December.
- Wimanda, RE., N. Maryaningsih, L. Nurliana, R. Satyanugroho, 2014,

“Evaluating the Transmission of Policy Mix in Indonesia”, Bank Indonesia Working Paper No. WP/3/2014, December.

Woodford, M. 2012, “Inflation Targeting and Financial Stability”, NBER Working Paper No. 17967, April.

Yellen, J.L. 2014, “Monetary Policy and Financial Stability”, Remarks at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C., July.