

BAB II

LANDASAN TEORI

Pada Bab II ini akan menjelaskan teori kebijakan moneter serta perkembangannya, teori penawaran uang dan hasil penelitian empiris yang dipakai sebagai landasan teori yang dipakai sebagai dasar penyusunan mosel dalam penelitian.

II.1. Teori Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter merupakan salah satu bagian integral dari kebijakan makro. Yang oleh karena itu kebijakan moneter ditujukan untuk mendukung tercapainya sasaran ekonomi makro. Bank Indonesia sebagai Bank Sentral (otoritas moneter), mempunyai tugas sebagai pengatur jumlah dan alokasi uang beredar serta mempengaruhi tingkat suku bunga sedemikian rupa untuk mencapai sasaran kebijakan makro, yaitu pertumbuhan ekonomi dan pemerataan pembangunan termasuk pemerataan pendapatan dan perluasan kesempatan kerja serta kestabilan harga, dan keseimbangan neraca pembayaran.

Dalam teori moneter, definisi yang paling singkat dari 'teori moneter' adalah teori dari pasar uang. Dengan kata lain, teori moneter adalah teori mengenai permintaan dan penawaran akan uang. Ada teori moneter yang mengartikan "uang" sebagai uang yang dikeluarkan oleh pemerintah (uang kartal). Ada yang mengartikan sebagai uang *cahrtal* dan saldo-saldo rekening Koran (*demand deposit*).ada yang memasukan didalam definisi uang juga saldo-saldo deposito berjangka (*time deposit*), dan definisi uang yang paling luas mencakup

alat-alat likuid. Jadi inti dari teori moneter adalah analisa mengenai faktor-faktor apa yang mempengaruhi permintaan akan uang (*demand of money*) dan faktor-faktor yang mempengaruhi penawaran akan uang. (*supply of money*) (Boediono, 1984: 1-2).

Dalam literatur ekonomi moneter, kajian mengenai mekanisme kebijakan moneter mengacu pada peranan uang dalam perekonomian, yang pertama kali dijelaskan oleh *Quantity Theory of Money* 'Teori Kuantitas Uang'. Teori ini pada dasarnya menggambarkan kerangka kerja yang jelas mengenai analisis hubungan langsung yang sistematis antara pertumbuhan jumlah uang dan inflasi, yang dinyatakan dalam suatu identitas yang dikenal sebagai "*The Equation of Exchange*".

II.1.1. Teori permintaan uang

a. Irving Fisher

Teori klasik permintaan akan uang yang dikemukakan oleh Irving Fisher dinyatakan suatu identitas yang dikenal sebagai "*The Equation of Exchange*" :

$$M V = P T \dots\dots\dots(II.1)$$

Di dalam setiap transaksi selalu ada pembeli dan penjual. Jumlah uang beredar yang dibayar oleh pembeli harus sama dengan jumlah uang yang akan diterima oleh penjual. Hal ini berlaku pula untuk seluruh perekonomian : didalam suatu periode tertentu.

Permintaan (kebutuhan) akan uang dari masyarakat adalah suatu proporsi tertentu ($1/V_T$)

$$M_d = \frac{1}{V_T} P \bar{T} \dots\dots\dots(\text{II.2})$$

$$M_d = M_s$$

$$M_s = \frac{1}{V_T} P \bar{T} \dots\dots\dots(\text{II.3})$$

Di mana :

M = Jumlah uang yang diminta

V = Perputaran setiap satu unit uang yang untuk digunakan dalam transaksi

P = Harga barang-barang

T = Volume transaksi "*transaction velocity of circulation*"

b. Teori Cambridge (Marshall—Pigou)

Dalam tahap perumusan teori selanjutnya, para ekonom Cambridge mengadakan berbagai penyederhanaan. Terutama Marshall—Pigou, variabel-variabel lain yang mempengaruhi permintaan akan uang dianggap konstan dalam jangka pendek atau hanya dimasukkan kedalam analisa teori uang. Jadi dalam jangka pendek, teoritis Cambridge menganggap bahwa jumlah kekayaan, volume transaksi dan pendapatan nasional mempunyai hubungan yang proporsional-konstan satu sama lain, dan akhirnya mereka merumuskan teori uang mereka kedalam bentuk yang tidak berbeda dengan teori Fisher. Teori Cambridge menganggap bahwa *ceteris paribus* permintaan akan uang adalah proporsional dengan tingkat pendapatan nasional, sehingga (Boediono, 1980: 23-25)

$$M_d = k P Y \dots\dots\dots(\text{II.4})$$

Di mana Y adalah pendapatan nasional riil, dan k adalah proporsi dari pendapatan nasional riil. Supply akan uang (M_s) dianggap ditentukan oleh pemerintah. Dalam posisi keseimbangan maka :

$$M_s = M_d \dots\dots\dots(\text{II.5})$$

Sehingga :

$$M_s = k P Y \dots\dots\dots(\text{II.6})$$

Atau :

$$P = 1/k M_s Y \dots\dots\dots(\text{II.7})$$

c. Teori Keynes

Teori permintaan akan uang menurut Keynes didasarkan oleh beberapa motif, yaitu **motif transaksi** dan **berjaga-jaga**, dan **motif spekulasi**. Motif transaksi dan berjaga-jaga, bahwa orang memegang uang guna memenuhi dan melancarkan transaksi-transaksi yang dilakukan, dan permintaan akan uang dari masyarakat untuk tujuan ini dipengaruhi oleh tingkat *national income* (pendapatan nasional) dan tingkat bunga. Semakin besar tingkat pendapatan nasional semakin besar volume transaksi dan semakin besar pula kebutuhan untuk memenuhi tujuan transaksi (Boediono, 1980: 27-37).

Keynes berpendapat bahwa permintaan akan uang untuk tujuan transaksi inipun tidak merupakan suatu proporsi yang selalu konstan, tetapi dipengaruhi oleh tinggi rendahnya tingkat bunga (seperti halnya dalam teori Cambridge). Hanya saja faktor tingkat bunga untuk permintaan transaksi untuk uang ini tidak ditekankan oleh Keynes, salah satu sebab adalah karena ia ingin menekankan peranan tingkat bunga dalam penentuan akan uang untuk tujuan lain, yaitu tujuan

spekulasi. Motif permintaan uang untuk spekulasi sesuai dengan namanya, motif dari pemegangan uang ini adalah bertujuan untuk memperoleh “keuntungan” dari seandainya si pemegang uang tersebut meramal apa yang akan terjadi dengan betul (Boediono, 1980: 27-37).

Secara umum dapat dituliskan sebagai berikut:

$$K = r P \dots\dots\dots(\text{II.8})$$

Atau:

$$P = K/r \dots\dots\dots(\text{II.9})$$

Di mana (K) adalah tambahan pendapatan dari obligasi dan (r) adalah tingkat bunga, dan (P) adalah harga pasar dari obligasi.

Marshall dan Pigou telah menyarankan dalam teori moneter mereka bahwa faktor ketidaktentuan masa depan (*uncertainly*) dan factor harapan (*expectation*) dari pemilik kekayaan bias mempengaruhi permintaan akan uang dari pemilik kekayaan tersebut. Perumusan permintaan uang untuk motif spekulasi dari Keynes merupakan suatu langkah “formulasi” dari faktor-faktor ini kedalam teori moneter. Keynes tidak membicarakan faktor “*uncertainly*” dan “*expectation*” secara umum, seperti teoritis-teoritis Cambridge. Tetapi ia membatasi “*uncertainly*” dan “*expectation*” mengenai suatu variabel, yaitu tingkat suku bunga (Boediono, 1980: 27-37).

Jadi bentuk yang sederhana dari fungsi permintaan (total) akan uang dari teori Keynes adalah :

$$M_d/P = m_d = k Y + L (r,w) \dots\dots\dots(\text{II.10})$$

Di mana :

m_d = permintaan uang riil

M_d = permintaan uang nominal

P = tingkat harga

Y = pendapatan riil

k = nisbah antara permintaan uang untuk tujuan transaksi dan berjaga-jaga terhadap pendapatan riil

L = permintaan uang atau preferensi likuiditas untuk tujuan spekulasi

r = suku bunga

w = kekayaan riil.

Persamaan (6) dapat dituliskan dalam bentuk nominal menjadi :

$$M_d = \{k Y + L(r, w)\} P \dots \dots \dots (II.11)$$

Dalam jangka pendek w dianggap konstan, sehingga persamaan (14) dapat ditulis sebagai :

$$M_d = \{k Y + L(r)\} P \dots \dots \dots (II.12)$$

Lebih lanjut dianggap bahwa penawaran uang (M_s) adalah variable eksogen atau ditentukan oleh penguasa moneter, maka dalam keadaan seimbang penawaran uang akan sama dengan permintaan uang, sehingga dapat diperoleh hubungan sebagai berikut:

$$M_s = \{k Y + L(r)\} P \dots \dots \dots (II.13)$$

Model permintaan uang Keynes menyatakan bahwa pasar uang mungkin dipengaruhi oleh suku bunga dan tingkat harga. Namun Keynes lebih menekankan

pada tingkat suku bunga dari pada tingkat harga. Hal ini karena tingkat harga tidak hanya ditentukan oleh uang beredar (penawaran uang) tetapi juga oleh permintaan dan penawaran agregat.

Anggapan mengenai perilaku pemilik kekayaan dapat dipandang sebagai dasar dari pendekatan portafel (*portfolio approach*) terhadap teori permintaan uang. Selaras dengan pendekatan di atas, Baumol dan Tobin menganalisis lebih lanjut permintaan uang untuk tujuan transaksi dari Keynes. Mereka telah pula memberikan alasan-alasan teoritis mengapa permintaan uang untuk tujuan transaksi juga dipengaruhi oleh suku bunga.

d. Permintaan untuk Transaksi (Baumol—Tobin)

Baumol—Tobin melihat kebutuhan akan uang dari seseorang (baik sebuah perusahaan maupun sebuah rumah tangga secara teoritis sama) untuk tujuan transaksi pada hakekatnya adalah sama dengan penentuan kebutuhan “stok” (*inventory*) untuk suatu barang. Untuk menyederhanakan, dianggap bahwa ia selalu membelanjakan (atau menggunakan penghasilan tersebut untuk tujuan transaksi), selanjutnya dianggap bahwa pendapatan totalnya bias ia pegang semuanya sebagai bentuk uang tunai, semuanya dalam bentuk obligasi (surat berharga) dan mendapatkan penghasilan tambahan berupa bunga, atau sebagian dalam bentuk uang tunai dan sebagian dalam bentuk surat berharga. Perkembangan aspek spekulasi dari teori Keynes menganggap bahwa seseorang dalam menentukan apakah memilih memegang uang atau memegang surat berharga berperilaku *seakan-akan ia yakin apa yang akan terjadi dengan tingkat bunga diwaktu mendatang*. (Boediono, 1980: 29).

Akan tetapi bagi yang memegang obligasi terlalu sering menukarkan obligasinya dalam jumlah yang kecil-kecil dengan maksud agar pendapatan total sebanyak mungkin dan selama mungkin terbentuk obligasi yang menghasilkan bunga, maka ia harus membayar biaya terlalu banyak. Sebaliknya jika ia menukarkan obligasinya dalam jumlah yang sangat besar setiap kalinya maka ia akan kehilangan penghasilan bunga dari yang seharusnya ia terima.

Biaya total dari pemegang "stok" (Boediono, 1980: 30-36) adalah:

$$C = b \frac{T}{K} + R \frac{K}{2} \dots\dots\dots (II.14)$$

Dimana :

C : biaya total dari pemegang "stok"

T : pendapatan total dari penjualan obligasi

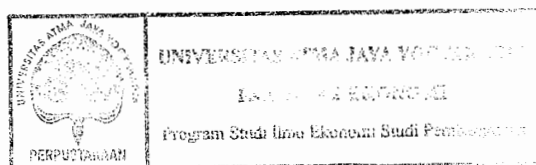
K : besarnya obligasi

b : biaya tetap setiap kali ia menjual obligasi.

R : tingkat bunga

e. Teori Kuantitas Modern

Dalam teori kuantitas modern yakni pembaharuan dari teori kuantitas klasik Keynes, yakni yang di pelopori oleh Professor Milton Friedman. Adalah "kekayaan", dalam teori permintaan akan uang Friedman menganggap bahwa pemilik kekayaan memutuskan aktiva-aktiva apa (termasuk uang tunai) dan beberapa yang akan ia pegang atas dasar konstelasi manfaat (penghasilan dalam bentuk ataupun dalam bentuk in natura atau "utility"), selernya dan jumlah kekayaannya, Friedman melakukan beberapa penyerderhanaan. Dia menganggap



bahwa pemilik kekayaan bisa memilih lima bentuk kekayaan untuk dipegang: uang tunai (M), obligasi (B), saham-saham atau equities, (E) barang-barang fisik (G), kekayaan manusiawi (H)

dalam bentuk persamaan, maka persamaan permintaan akan uang tunai dari individu adalah :

$$M = f \left(w, P, r - \frac{dr/dt}{r}, r - \frac{dr/dt}{r} + \frac{dP/dt}{P}, \frac{dP/dt}{P}, K, u \right)$$

dimana:

M = jumlah aktiva yang akan dipegang dalam bentuk uang tunai

w = total kekayaan

$r - (dr/dt)/r$ = "return" total dari pemegangan obligasi (karena besarnya *capital gain* ditentukan oleh prosentase perubahan tingkat bunga.)

$(r - (dr/dt)/r) + (dP/dt)/P$ = (E) dipengaruhi oleh prosentase perubahan tingkat bunga dan besarnya prosentase perubahan tingkat harga.

$\frac{dP/dt}{P}$ = prosentase perubahan tingkat harga

K = *ratio* dari H terhadap aktiva-aktiva lain (B + E + G + M)

U = preferensi atau selera orang untuk menentukan seseorang terhadap uang tunai.

II.1.2. Teori penawaran uang

Dalam perekonomian modern sistem standar kertas, sumber dari terciptanya uang beredar adalah Otoritas Moneter (Pemerintah dan Bank Sentral),

lembaga keuangan dan masyarakat (ketiga-tiganya bersama-sama kita sebut sebagai “Sistem Moneter”). Otorita moneter merupakan supplier uang inti atau uang “primer”, sedangkan lembaga keuangan dan masyarakat merupakan supplier “sekunder” (Boediono, 1985: 65-67).

Uang-*reserve* yang merupakan ‘benih’ bagi uang yang akan diciptakan oleh bank, jadi

$$B = C + R \dots\dots\dots(\text{II.15})$$

B = Uang inti

C = Uang kartal yang dipegang oleh masyarakat dan bank-bank umum.

R = Reserve bank.

Atas dasar reserve yang dipegang maka bank-bank menciptakan uang giral yang berupa saldo-saldo rekening koran yang dimiliki oleh masyarakat umum yang disimpan pada bank-bank (D), jadi

$$M_1 = C + D \dots\dots\dots(\text{II.16})$$

M_1 = Jumlah uang beredar.

Jika kita hubungkan persamaam II.15 dan II.16 dan kita definisikan, maka:

$$c = C/M_1$$

$$r = R/D$$

maka

$$M_1 = \frac{1}{c + r (1-c)} B \dots\dots\dots(\text{II.17})$$

Persamaan (II.17) ini menunjukkan bagaimana uang inti (B) dilipatkan menjadi uang beredar (M). Dalam pembahasan mengenai penawaran uang ini secara ringkas menunjukkan bahwa:a. Pemerintah dan Bank Indonesia sebagai

otorita moneter dapat mempengaruhi uang inti (B), b. Pemerintah dan Bank Indonesia sebagai otoritas moneter hanya mampu mempengaruhi Jumlah uang beredar (M), c. Dapat dijelaskan bahwa penawaran uang (M) mempunyai tingkat elastisitas terhadap tingkat bunga maupun tingkat harga.

Multiplier uang diatas berlaku untuk definisi uang (M) sebagai uang kartal yang dipegang oleh masyarakat umum (C) dan saldo rekening koran dari masyarakat yang ada pada bank-bank (D). multiplier juga dapat pula diperoleh untuk definisi uang yang lebih luas, yang mencakup deposito berjangka atau *time-deposit* (T).

Jadi $M_2 = M + T = C + D + T$, dan multiplier uang adalah:

$$M_2 = \frac{1 + t}{c + r_1(1-c) + r_2 t} B$$

dimana :

$$t = T/M$$

r_1 = reserve yang dipegang bank untuk menjamin rekening koran.

r_2 = reserve yang dipegang bank untuk menjamin deposito berjangka

$$c = C/M_1$$

B = uang inti.

II.1.3. Pengertian suku bunga

Pengertian tingkat bunga menurut Boediono (1985), adalah sebagai “harga” ini bisa juga dinyatakan sebagai harga yang harus dibayar apabila terjadi “pertukaran” antara *satu rupiahsekarang* dan *satu rupiah nanti* (misal setahun lagi). Hutang-piutang timbul karena terjadi “pertukaran” semacam ini. “Pembeli”

dari *satu rupiah sekarang* dan sekaligus juga “penjual” dari *satu rupiah nanti* adalah peminjam (debitur), sedangkan “penjual” dari *satu rupiah sekarang* yang sekaligus juga “pembeli” *satu rupiah nanti*, adalah orang yang meminjamkan (kreditur). Debitur harus membayar kepada kreditur “harga” dari pertukaran tersebut, dan harga ini adalah bunga yang harus dibayar debitur.

Pengetian suku bunga menurut Hubbard (1997), bunga adalah biaya yang harus dibayar atas pinjaman yang diterima dan imbalan bagi lender atas investasinya. Suku bunga mempengaruhi keputusan individu terhadap pilihan untuk membelanjakan uang lebih banyak atau menabung untuk membeli rumah. Sementara, karena Kern dan Buttman (1992) menganggap suku bunga merupakan sebuah harga dan sebagaimana harga lainnya, maka tingkat suku bunga ditentukan atas investasi antara permintaan dan penawaran.

Unsur-unsur yang membentuk tingkat suku bunga adalah sebagai berikut:

1. Tingkat bunga nominal (*nominal rate of interest*) sebenarnya adalah pejumlahan dari unsure-unsur tingkat bunga yaitu tingkat bunga “murni” (*pure interest rate*), premi risiko (*risk premium*), biaya transaksi (*transaction cost*), dan premi untuk inflasi yang diharapkan.

Jadi :

$$R^*_n = R^*_m + R^*_p + R^*_t + R^*_i$$

Dimana :

$$R^*_n = \text{tingkat bunga nimal}$$

$$R^*_m = \text{tingkat bunga murni}$$

R^*_p = premi risiko

R^*_t = biaya transaksi

R^*_I = premi inflasi

2. Tingkat bunga riil (*real rate of interest*) adalah tingkat bunga nominal *minus* laju inflasi yang terjadi selama periode yang sama. Adalah sebagai berikut:

$$R_r = R^*_n - \check{R}_{inf}$$

Dimana :

R_r = tingkat bunga riil

\check{R}_{inf} = laju inflasi

Perhatian bahwa \check{R}_{inf} adalah symbol untuk laju inflasi yang *benar-benar* terjadi selama periode tersebut, sedangkan R^*_I adalah laju inflasi yang diharapkan terjadi selama periode yang sama.

Para ekonom membedakan antara suku bunga nominal dan suku bunga riil. Suku bunga nominal adalah *rate* yang dapat diamati di pasar, sedangkan suku bunga riil adalah konsep yang mengukur tingkat kembalian setelah dikurangi dengan inflasi. Efek ekspektasi inflasi terhadap suku bunga nominal itu sering disebut *Fisher effect*. Dengan demikian ekspektasi peningkatan inflasi akan cenderung meningkatkan suku bunga nominal. Hal tersebut berarti, pada suku bunga nominal akan cenderung terkandung ekspektasi inflasi untuk memberikan tingkat kembalian riil atas penggunaan uang. (Laksmono dkk, 2000 : 128).

Berdasarkan jangka waktu suku bunga juga dapat di bedakan atas suku bunga jangka pendek dan suku bunga jangka panjang. Namun, erat keterkaitan antara beragamnya instrument pasar uang mengakibatkan perubahan pada suku bunga jangka pendek. Suku bunga jangka pendek tersebut akan berpengaruh terhadap semua *spectrum* suku bunga. Meskipun demikian, efek trnsmisi tesebut mungkin saja menjadi lemah bahkan berlawanan sehingga *term of interest rate* menjadi terdistorsi (Laksmono dkk, 2000 : 129).

II.2. Studi Terkait

Berdasarkan studi empiris yang dilakukan oleh Firman Mochtar tahun 2003 Kajian sederhana ini bertujuan untuk membandingkan dampak penggunaan SBI dan rencana penggunaan T-Bills sebagai piranti operasi pasar terbuka dalam kaitannya dengan pengendalian inflasi. Hasil kajian ini memperlihatkan bahwa kebijakan moneter dalam periode penggunaan SBI sebagai piranti OPT tidak sepenuhnya sesuai dengan pendapat para kaum monetaris yang meyakini bahwa kebijakan moneter ketat akan dengan berkelanjutan mampu mengendalikan inflasi.

Studi ini memperlihatkan bahwa kebijakan moneter ketat yang diterapkan Bank Indonesia dalam periode SBI ini ternyata dalam proses dinamisnya dapat memberikan tekanan kembali bagi meningkatnya inflasi di periode-periode selanjutnya. Hasil berbeda didapat bilamana TBills sebagai piranti OPT telah diterapkan. Keyakinan kaum monetaris akan mampu dicapai bilamana T-Bills telah diterapkan secara penuh sebagai piranti operasi pasar terbuka. Melalui

kebijakan moneter yang credible (permanent and unanticipated) serta dibarengi oleh kebijakan fiskal yang memberikan komitmen terhadap TBills yang diterbitkan, hasil simulasi memperlihatkan bahwa pengendalian inflasi akan dapat secara permanent diperoleh.

II.2.1. Model

Perekonomian diasumsikan berpopulasikan rumah tangga (representative households) yang pada tiap periode 1 t memilih konsumsi riil c_t , uang nominal, serta surat berharga pemerintah guna memaksimalkan utilitas

$$\max_{\{c_t, M_t^d, B_t^d\}} E \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(c_t, M_t^d / P_t), \quad 0 < \beta < 1.$$

dalam batasan anggaran

$$c_t + \frac{M_t^d - M_{t-1}}{P_t} + \frac{B_t^d - R_{t-1} B_{t-1}}{P_t} = y_t - \tau_t,$$

dimana indeks harga secara umum, bunga dan pokok surat berharga pemerintah yang dijual pada satu periode sebelumnya (t-1) dan jatuh tempo pada periode t, pajak lumpsum yang ditarik pada periode (t-1) dan produksi perekonomian pada periode t.

II.2.2. Simulasi dan Interpretasi Posisi Indonesia

1. Pola Kebijakan Moneter dan Fiskal pada Periode SBI

Mengingat SBI berfungsi sebagai instrumen operasi pasar terbuka (OPT) yang dilakukan oleh Bank Indonesia maka karakteristik yang muncul dalam periode penerapan SBI ini adalah Bank Indonesia berkomitmen terhadap penerbitan SBI guna membayar kembali pokok dan bunga SBI yang diterbitkan pada periode-periode sebelumnya. Dalam hubungannya dengan pemerintah pusat,

penerbitan SBI ini tidak memiliki ikatan tertentu dalam arti pemerintah tidak memiliki komitmen dan tidak memberikan respon dalam kebijakan fiskalnya terhadap penerbitan dan posisi SBI. Selain itu pemerintah pusat juga tidak memiliki obligasi sendiri yang akan dapat dijadikan instrumen dalam OPT oleh Bank Indonesia.

Berkaitan dengan ruang lingkup kebijakan pada Leeper (1991) maka karakteristik penerapan SBI ini secara implisit memiliki hubungan yang sama dengan karakteristik region II yaitu kebijakan moneter pasif dan kebijakan fiskal aktif.

Sebagai gambaran lain, karakteristik periode SBI terlihat melalui proses pembentukan konsolidasi anggaran pemerintah antara anggaran pemerintah pusat dan neraca bank sentral. Dari sisi pemerintah pusat, dengan asumsi bahwa penerimaan pemerintah dalam APBN hanya bersumber dari penerimaan dalam negeri maka selama periode penerapan SBI ini, seluruh pengeluaran pemerintah pusat dalam APBN hanya dibiayai dan bersumber dari pajak lumpsum dalam negeri dan penerimaan langsung dari Bank Indonesia (RCBt) (persamaan 38)¹.

$$g_t = \tau_t + \frac{RCB_t}{P_t} \quad (34)$$

Melalui persamaan (34) ini serta praktik keuangan pemerintah yang terjadi selamaini menggambarkan bahwa dalam periodisasi SBI ini pemerintah tidak

¹ Penerimaan langsung dari Bank Indonesia ini dapat diinterpretasikan sebagai profit Bank Indonesia yang harus disetor kepada pemerintah.

memiliki komitmen terhadap penerbitan SBI oleh Bank Indonesia atau dengan kata lain kebijakan fiskal yang diterapkan adalah kebijakan yang aktif².

Dari sisi Bank Indonesia, arus kas Bank Indonesia pada setiap periode akan bersumber pada selisih pertambahan base money (seignorage) dan pertambahan penerbitan SBI sedangkan penggunaannya akan ditujukan kepada pembayaran bunga SBI periode sebelumnya dan setoran profit kepada pemerintah (persamaan 35).

$$\frac{r_{t-1}SBI_t}{P_t} + \frac{RCB_t}{P_t} = \frac{SBI_t - SBI_{t-1}}{P_t} + \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} \quad (35)$$

Persamaan (35) dan praktik yang terjadi menunjukkan bahwa kebijakan moneter dalam periode SBI ini adalah kebijakan yang pasif. Karena fungsi SBI disini adalah sebagai instrumen OPT yang kurang lebih akan sama fungsinya bila menggunakan T-Bills kelak sehingga secara definisi kita dapat menotasikan $SBI_t = B_t$. Dengan mengkombinasikan persamaan (34) dan (35) maka diperoleh

$$\frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} + \frac{B_t - B_{t-1}}{P_t} + \tau_t = g_t + \frac{r_{t-1}B_{t-1}}{P_t} \quad (36)$$

Bilamana $R_{t-1} = 1 + r_{t-1}$ guna menggambarkan nilai pembayaran bunga dan pokok kewajiban surat berharga pemerintah pada periode sebelumnya dan jatuh tempo pada periode sekarang maka kendala anggaran pemerintah dalam arti konsolidasi antara APBN dan arus kas Bank Indonesia akan tetap menghasilkan persamaan yang sama dengan persamaan (3).

² Disadari bahwa penggunaan persamaan (34) berarti mengabaikan peranan pinjaman luar negeri dalam pembentukan APBN. Namun, mengingat besarnya penerimaan pembangunan relative sama besar dengan pembayaran kembali pokok dan bunga pinjaman luar negeri maka penggunaan persamaan (34) ini masih memiliki relevansi.

Menggunakan dasar premis tersebut bahwa kebijakan yang dilakukan Bank Indonesia dan pemerintah selama periode penerapan SBI berada dalam region II maka pengujian berikutnya adalah menentukan parameter-parameter pada kebijakan moneter (γ_1 dan γ_2) dan kebijakan fiskal (δ_1). Berdasarkan hasil regresi suku bunga SBI 1 bulan sebagai instrumen penetapan kebijakan moneter untuk periode 1997:4-2001:2 maka didapat monetary policy rule sebagai berikut

$$R_t = 0,44\pi_t + 0,18\pi_{t-1} + \hat{\theta}_t \quad (37)$$

(6,25) (2,60)

Sementara persamaan untuk kejutan kebijakan moneter diperoleh adalah

$$\hat{\theta}_t = 0,2\hat{\theta}_{t-1} + \varepsilon_t^\theta$$

Dari persamaan ini maka diperoleh parameter $\gamma_1 = 0,44$, $\gamma_2 = 0,18$, $\rho_\theta = 0,2$ dan $\sigma_\theta = 1$.

Dari sisi kebijakan fiskal karena perilaku kebijakan fiskal yang aktif selama periode SBI ini maka kita akan memperoleh parameter kebijakan $\delta_1 = 0$. Parameter-parameter yang mencerminkan adanya kebijakan moneter yang pasif dan kebijakan fiskal aktif pada 65 SBI, T-Bills dan Pengendalian Inflasi perekonomian akan memberikan implikasi tertentu bilamana terjadi kejutan pada masing-masing kebijakan.

2. Simulasi Kebijakan pada Periode SBI

Berdasarkan hasil simulasi, pengaruh kejutan kebijakan moneter melalui peningkatan suku bunga SBI pada periode awal akan menurunkan pertumbuhan nominal base money. Dalam praktiknya hal ini dapat digambarkan melalui OPT yang dilakukan Bank Indonesia melalui penjualan SBI guna menyerap uang

beredar. Penurunan base money ini selanjutnya menurunkan laju inflasi. Penurunan laju inflasi ini (atau berarti terjadi penurunan penerimaan melalui seignogare) berdampak pada beralihnya portfolio rumah tangga representative dari memegang uang nominal menjadi lebih memilih memegang SBI. Menurunnya inflasi dan base money nominal mengakibatkan pada periode awal permintaan uang dalam arti riil juga mengalami penurunan sedangkan posisi SBI riil mengalami peningkatan.

Dari pajak, akibat kebijakan fiskal yang aktif maka perubahan yang terjadi pada SBI tidak akan mempengaruhi pajak. Pemerintah pusat tidak merespon perubahan SBI ini sebagaimana tergambar pada pajak yang tidak mengalami perubahan. Pada periode kedua setelah kejutan kebijakan moneter, perilaku perekonomian tidak segera kembali kepada level steady state akan tetapi mengalami perubahan arah yang cukup berbeda dibandingkan periode awal. Pertumbuhan base money mengalami pertumbuhan positif sebagai dampak dari komitmen Bank Indonesia untuk membayar bunga atas SBI yang telah jual pada periode sebelumnya sedangkan pada sisi lain pemerintah pusat tidak memberikan respon dengan kondisi ini.

Dengan asumsi Bank Indonesia di periode kedua ini tidak kembali melakukan pengetatan kebijakan moneter maka secara kumulatif uang yang beredar mengalami peningkatan (pada saat bank Indonesia harus membayar pokok ditambah bunga SBI). Akibat kuatnya kaitan inflasi dan uang beredar maka peningkatan uang beredar ini berarti pula menyebabkan terjadinya kembali inflasi. Secara teoritis fenomena inflasi yang meningkat akibat kebijakan moneter ketat

yang dilakukan pada periode sebelumnya ini dikenal dengan fenomena “unpleasant monetarist arithmetic” (Sargent dan Wallace, 1981 dan Ljungvist dan Sargent, 2000).

Indikasi awal bahwa dalam periode penerapan SBI ini kebijakan moneter ketat justru mendorong inflasi ini secara implisit dapat pula didukung dan sejalan beberapa hasil riset yang dilakukan sebelumnya oleh Bank Indonesia melalui uji impulse response function atas model identified VAR (Kusmiarso et.al, 2002, hal.42 dan 44, Agung et.al, 2002 hal.114, Wuryandani et.al., 2002 hal.199 dan 206 dan Idris et.al, 2002 hal.257-264). Indikasi awal dari paper ini sekaligus memberikan solusi atas kemungkinan adanya ‘*price puzzle*’ dari hasil riset-riset tersebut. Perilaku suku bunga pada region ini akan tetap tinggi dan tidak akan segera turun setelah kebijakan moneter ketat diterapkan. Hal ini terjadi karena dalam dalam ruang lingkup ekspektasi rasional, representative agent secara rasional memiliki ekspektasi bahwa dalam region ini kebijakan moneter ketat berarti akan menyebabkan terjadinya inflasi di periode ke depan.

Melalui efek Fisher, ekspektasi adanya inflasi di periode mendatang menyebabkan suku bunga akan meningkat. Sementara dari sisi bank sentral, *policy rule* yang menerapkan *forward looking policy* berdampak pada tidak fleksibelnya suku bunga untuk segera turun setelah kejutan terjadi. Simulasi untuk periode penerapan SBI ini dilakukan pula atas kebijakan fiskal. Kejutan dari sisi kebijakan fiskal dilakukan dengan meningkatkan pajak sehingga berdampak pada menurunnya kekayaan rumah tangga *representative* pada periode setelah kejutan. Penurunan pendapatan masyarakat ini kemudian berdampak pada

menurunkan permintaan terhadap barang yang pada akhirnya akan menurunkan inflasi

Sentral, akibat lebih rendahnya inflasi maka selanjutnya menyebabkan bank sentral melalui kebijakan moneter melakukan penurunan suku bunga. Akibatnya, dari sisi permintaan terhadap SBI riil akan juga menurun sedangkan dari sisi permintaan uang riil akan mengalami peningkatan.

Kondisi perekonomian riil yang memberikan respon terhadap kejutan kebijakan fiskal dibawah periode SBI ini dapat diklasifikasikan dalam perekonomian non-Ricardian (Woodford, 1995). Dalam hubungannya dengan pengendalian inflasi maka kondisi kebijakan fiskal yang dapat mempengaruhi inflasi sering dikategorikan dalam perekonomian yang menerapkan '*fiscal theory of price level determination*' (Woodford, 2001, Koncherlakota dan Pellan, 1999 dan Ljungvist dan Sargent, 2000).

II.2.3. Kesimpulan dan Implikasi Kebijakan

1. Kesimpulan

Berbeda dengan pandangan kaum monetaris yang meyakini bahwa kebijakan moneter ketat akan mampu mengedalikan inflasi secara permanen, hasil studi ini memperlihatkan bahwa dalam periode SBI sebagai piranti dalam operasi pasar terbuka kebijakan moneter uang ketat yang dilakukan oleh Bank Indonesia selama ini tidak akan selalu berkesudahan dengan penurunan inflasi hingga akhir periode. Hasil simulasi menunjukkan bahwa kebijakan moneter ketat selama

periode ini cenderung akan kembali memberikan beban tambahan bagi upaya pengendalian inflasi pada periode selanjutnya.

Penerapan kebijakan moneter ketat memang akan mampu menurunkan inflasi pada periode sesaat setelah kebijakan tersebut diterapkan. Namun pada periode-periode selanjutnya, komitmen Bank Indonesia terhadap kewajiban pembayaran kembali pokok dan bunga SBI mengakibatkan kebijakan uang ketat tersebut ternyata menjadi sumber bagi kembali meningkatnya inflasi. Hasil ini juga memberikan dukungan dan solusi atas kemungkinan adanya price puzzle dalam perekonomian Indonesia.

Hasil tambahan yang diperoleh dalam periode penerapan SBI ini adalah berkemampuannya kebijakan fiskal dalam mempengaruhi inflasi di Indonesia atau dalam tataran teoritis dikenal merupakan karakteristik *fiscal theory of price level*. Upaya menaikkan pajak oleh pemerintah akan secara efektif memberikan pengaruh terhadap pengendalian inflasi di periode SBI.

Karakteristik inflasi berbeda akan terlihat bilamana T-Bills secara penuh telah diterapkan sebagai piranti operasi pasar terbuka guna menggantikan SBI. Hasil simulasi memperlihatkan bahwa kebijakan moneter akan secara efektif mampu mengendalikan inflasi sebagaimana yang diyakini oleh kaum monetaris. Dengan asumsi bahwa kebijakan moneter yang diterapkan tersebut adalah kebijakan moneter yang permanen dan *un-anticipated* dan dibarengi oleh kebijakan fiskal yang berkomitmen terhadap T-Bills yang telah diterbitkan maka kebijakan moneter ketat akan mampu menurunkan inflasi secara permanen.

Dari sisi kebijakan fiskal maka dalam periode penerapan T-Bills ini kebijakan fiskal tidak mampu mempengaruhi pengendalian inflasi. Terlepas dari debat yang menguji kesahihan secara empiris karakteristik '*Ricardian Equivalence*' yang menjadi karakteristik utama dampak kebijakan fiskal dalam periode penerapan T-Bills ini, hasil simulasi menunjukkan bahwa adanya perilaku ekspektasi rasional masyarakat akan secara dominant menyebabkan kebijakan fiskal tidak memberikan pengaruh signifikan dalam upaya pengendalian inflasi.

2. Implikasi Kebijakan

Implikasi dari hasil kajian menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang ditempuh dalam upaya pengendalian inflasi perlulah memperhatikan bagaimana kebijakan moneter dan fiskal berinteraksi dalam perekonomian (Gordon dan Leeper, 2002). Hal ini penting mengingat masing-masing kebijakan fiskal dan kebijakan moneter tersebut memiliki karakteristik tersendiri dalam memandang path SBI/T-Bills. Dengan pemahaman tersebut maka dalam periode SBI saat ini adalah beralasan untuk tetap mengendalikan suku bunga SBI agar tidak terlalu tinggi mengingat bila tetap dipertahankan tinggi akan memberikan dampak ke periode depan bagi peningkatan kembali inflasi. Lebih lanjut bila suku bunga SBI tersebut tetap dipertahankan dalam kisaran tinggi sehingga selanjutnya akan dapat semakin meningkatkan biaya dalam pembayaran bunga SBI (dan juga bagi potensi peningkatan kembali uang beredar) maka dikhawatirkan pada satu waktu akan memiliki dampak balik yang kurang baik bagi kredibilitas dan komitmen Bank Indonesia dalam menjalankan kebijakan moneter. Bila rumah tangga *representative* memiliki ekspektasi rasional yang baik tentang kemungkinan

terjadinya *time inconsistency* dari kebijakan moneter ini maka selanjutnya dikhawatirkan pada satu waktu akan semakin mempersulit pengendalian inflasi oleh Bank Indonesia.

Memperhatikan kekhawatiran tersebut serta hasil kajian di atas adalah ide yang baik untuk semakin mempercepat realisasi penerbitan T-Bills serta menjadikannya secara penuh sebagai piranti dalam operasi pasar terbuka guna menggantikan peran SBI. Dengan penerapan T-Bills ini secara penuh maka diharapkan efektivitas pengendalian inflasi oleh Bank Indonesia akan dapat semakin meningkat.