

# MERENUNGKAN KEMBALI MEKANISME TRANSMISI MONETER DI INDONESIA

*Boediono \*)*

Pengalaman kita akhir-akhir ini menunjukkan bahwa sekarang hampir tidak mungkin bagi otoritas moneter untuk mengendalikan secara cukup pasti perkembangan agregat-agregat moneter. Kita makin menyadari betapa makin sulitnya mengarahkan perkembangan agregat-agregat ini sesuai dengan apa yang kita inginkan, terutama dalam jangka waktu pendek. Paradigma lama yang secara implisit masih kita pakai mengatakan bahwa Bank Indonesia dapat langsung mengendalikan uang primer (M0), dan selanjutnya, dengan anggapan bahwa *money multiplier* cukup stabil, dapat mengendalikan M1 dan M2. Lebih lanjut lagi, dengan anggapan bahwa *income velocity* relatif stabil, melalui pengendalian M1 dan M2 Bank Indonesia dapat mempengaruhi PDB nominal atau permintaan agregat.

Mekanisme tersebut jelas sudah tidak sesuai dengan kenyataan. Sekitar 70% dari M0 adalah uang kartal dan kebutuhan masyarakat akan alat pembayaran ini tidak boleh tidak harus dipenuhi. Sedangkan 30% sisanyapun tidak selalu mudah untuk dipengaruhi oleh Bank Indonesia. Oleh karena itu Bank Indonesia tidak jarang harus menerima kenyataan bahwa M0 meleset yang kadangkala jauh dari target yang direncanakan. Sering kita merasakan bahwa justru pada saat kita ingin mengerem laju pertumbuhan M0, Operasi Pasar Terbuka yang kita laksanakan tidak selalu efektif. Seakan-akan ada arus kuat di balik perkembangan M0 yang tidak terjangkau oleh instrumen-instrumen OPT kita. M0 yang sebetulnya merupakan salah satu pos dalam neraca Bank Indonesia, ternyata tidak seluruhnya dalam kendali Bank Indonesia. Mata rantai lain dalam paradigma lama ini juga lemah. *Money multiplier* dan *income velocity* dalam kenyataan jauh dari stabil dan gerakannya sulit diperkirakan. Mengasumsikan bahwa koefisien-koefisien ini seakan-akan cukup stabil atau setidaknya-tidaknya dapat diperkirakan perkembangannya berarti menciptakan kerangka pikir yang lepas dari kenyataan yang ada.

Pengalaman kita akhir-akhir ini menuntut kita untuk mencari sudut pandang baru mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia. Tetapi terus terang sampai sekarang kita belum benar-benar menemukannya. Sehingga yang kita lakukan dalam praktek pada dasarnya adalah tetap berpegang pada paradigma lama dengan sedikit improvisasi di sana-sini secara *ad-hoc*. Upaya untuk mencapai sasaran M0 merupakan fokus sentral dari pelaksanaan kebijakan moneter. Sasaran kredit perbankan dicoba untuk dijangkau melalui *moral suasion* terhadap bank. Sedangkan agregat moneter lain seperti M1 dan terutama M2 nampaknya masih sulit untuk dijadikan *target variables*, dan hanya dapat berperan sebagai *indicator variables* saja. Untuk sementara ini memang lebih baik dan lebih aman apabila kita berpegang pada prosedur-prosedur yang ada, karena paradigma baru belum kita temukan. Tetapi di waktu mendatang kita tidak dapat terus menjalankan hal yang sama, karena situasinya berubah cepat. Tanpa konsepsi yang jelas

---

\*) Boediono : Menteri Negara Perencanaan Pembangunan Nasional/Ketua BAPPENAS.

dan benar mengenai mekanisme transmisi, kita ibarat mencoba menembak sasaran di balik kabut. Kita harus menyusun batu mozaik, satu demi satu, yang akhirnya memberikan kerangka mekanisme transmisi yang sesuai dengan kenyataan. Kegiatan ini seharusnya merupakan tugas utama penelitian di Bank Indonesia.

Bagaimana kita memulainya? Menurut pendapat saya kita dapat memulainya melalui dua jalur secara simultan, yaitu: (a) dengan menggali dari literatur mengenai pemikiran-pemikiran muktahir tentang mekanisme transmisi kebijakan moneter, dan (b) mengumpulkan dan menarik pelajaran dari pengalaman-pengalaman akhir-akhir ini yang mungkin dapat memberi petunjuk mengenai corak dan bentuk mekanisme ini. Mengenai pengkajian perkembangan pemikiran barangkali perlu dilakukan pendalaman. Literatur muktahir mengenai hal ini memang belum pernah saya alami, namun dari apa yang sudah saya baca dapat disimpulkan bahwa akhir-akhir ini semakin banyak orang yang berpendapat bahwa makin besarnya peran pasar, maka transmisi melalui "harga" uang atau suku bunga menjadi makin penting dibandingkan dengan transmisi melalui kuantitas uang seperti dalam paradigma lama. Jalur transmisi kebijakan moneter yang baru ini kurang lebih adalah sebagai berikut :

- a) Yang pertama kali dipengaruhi secara langsung dan segera oleh bank sentral adalah suku bunga jangka pendek seperti tingkat bunga SBI, SBPU dan suku bunga antar bank. Oleh karena itu, variabel-variabel ini cocok sebagai *operating target*.
- b) Perubahan suku bunga jangka pendek ini selanjutnya ditransmisikan dengan cepat ke suku bunga jangka menengah dan panjang karena pasar uang sangat efisien mencernakan dan menyebarkan informasi. Proses di sini adalah bahwa langkah moneter bank sentral yang dicerminkan dalam perubahan suku bunga jangka pendek akan mempengaruhi persepsi atau ekspektasi para pelaku pasar mengenai dua hal yaitu *pertama*, perkembangan suku bunga di masa yang akan datang dan *kedua* perkembangan laju inflasi di masa yang akan datang. Misalnya, langkah pengetatan moneter oleh bank sentral pertama kali akan mempengaruhi suku bunga jangka pendek. Selanjutnya, langkah tersebut akan mempengaruhi pandangan pelaku pasar mengenai apakah tingkat suku bunga yang lebih tinggi ini akan berlangsung untuk beberapa waktu atau tidak. Hal ini tergantung pada pandangan orang mengenai apakah bank sentral mereka anggap bersungguh-sungguh untuk melakukan pengereman moneter atau tidak. Jadi bentuk ekspektasi pelaku pasar ditentukan oleh persepsi mereka mengenai *kredibilitas* langkah kebijakan ini. Demikian pula ekspektasi mengenai perkembangan laju inflasi. Apabila langkah kebijakan tersebut dianggap kredibel oleh pasar, maka masyarakat akan mempunyai persepsi bahwa laju inflasi akan turun di waktu mendatang. Dan ini akan dimasukkan dalam perhitungan perilakunya, sehingga ekspektasi apa yang terbentuk akan menentukan sekali apakah kebijakan tersebut efektif atau tidak.
- c) Ekspektasi mengenai suku bunga dan laju inflasi di masa depan akan dirangkul menjadi satu variabel, yaitu ekspektasi pasar mengenai suku bunga riil untuk jangka menengah dan panjang. Suku bunga riil adalah suku bunga nominal setelah dikurangi dengan laju inflasi. Ekspektasi suku bunga riil ini merupakan mata rantai yang menghubungkan sektor moneter dengan sektor riil. Apabila orang berpendapat bahwa suku bunga riil di masa mendatang akan meningkat misalnya karena langkah pengetatan moneter Bank Sentral dianggap kredibel, sehingga laju inflasi di masa depan diperkirakan akan turun

sehingga dengan suku bunga nominal yang sama suku bunga riil akan meningkat, maka mereka akan berhati-hati dalam langkah mereka untuk berkonsumsi dan berinvestasi dan justru akan mendorong mereka untuk lebih banyak menabung. Selanjutnya laju permintaan agregat akan melambat, dan selanjutnya akan memperlambat laju pertumbuhan PDB dan mengurangi tekanan inflasi. Keadaan sebaliknya akan terjadi apabila suku bunga riil diperkirakan akan turun. Dalam mekanisme transmisi ini suku bunga riil merupakan indikator penting yang perlu dimonitor dengan cermat.

- d) Yang perlu dicatat dalam mekanisme transmisi ini adalah bahwa agregat-agregat moneter seperti kredit, *demand deposit*, uang beredar dan sebagainya ditentukan oleh rencana pengeluaran masyarakat atau permintaan agregat tersebut. Setelah rencana ini diputuskan oleh pelaku ekonomi, maka kebutuhan akan pembiayaannya dengan sendirinya mengikuti keputusan tersebut. Kebutuhan akan pembiayaan (dana) ini selanjutnya akan diterjemahkan dalam permintaan akan kredit dan akan menyangkut perubahan-perubahan dalam portfolio bank dan lembaga keuangan lain dan akhirnya akan tercermin pada perubahan dalam M0, M1 dan M2. Mekanisme transmisi baru ini menjungkirbalikkan arah mekanisme lama yang beranggapan bahwa permintaan agregat ditentukan oleh perkembangan agregat moneter.

Apakah mekanisme transmisi baru tersebut sesuai dengan kenyataan di Indonesia? Menurut hemat saya mekanisme tersebut secara umum mendekati kenyataan di Indonesia dibandingkan dengan konsepsi kita mengenai mekanisme lama. Hanya saja di sana sini barangkali perlu disesuaikan dengan pengalaman-pengalaman kita sampai saat ini. Mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia secara tentatif barangkali dapat diuraikan dengan alur transmisi sebagai berikut :

1. Instrumen kebijakan moneter Bank Indonesia pertama kali mempengaruhi suku bunga jangka pendek seperti tingkat diskonto, SBI, SBPU, *discount window* dan juga suku bunga antar bank.
2. Tergantung pada kredibilitas dari langkah kebijakan tersebut akan terbentuk *ekspektasi* mengenai tingkat suku bunga dan laju inflasi di masa yang akan datang (jangka menengah dan panjang). Perhatikan bahwa di sini kita berbicara mengenai ekspektasi, yaitu sesuatu yang ada di dalam pikiran pelaku ekonomi dan bukan angka statistik atau besaran yang langsung dapat dipengaruhi. Ekspektasi mempunyai peranan penting dalam teori moneter baru. Dalam kaitan inilah kita harus menafsirkan arti dari dalil bahwa aspek penting dari pelaksanaan kebijakan moneter adalah pengelolaan "psikologi" pasar. Perubahan ekspektasi di negara maju dimonitor melalui indikator-indikator seperti perubahan dalam struktur suku bunga menurut jangka waktu atau *yield curve* dan *forward rates*. Di Indonesia kita belum memiliki indikator berupa *yield curve* dan yang ada hanya suku bunga - suku bunga jangka pendek saja. Suatu saat nanti kita perlu mengembangkan *yield curve* yang lengkap untuk merumuskan kebijakan moneter. *Forward rates* untuk suku bunga belum ada tetapi *forward rates* untuk valuta asing sudah ada. Informasi ini perlu dikumpulkan dan dianalisa dengan baik.
3. Ekspektasi suku bunga dan ekspektasi laju inflasi menentukan ekspektasi suku bunga riil yang selanjutnya mempengaruhi rencana pengeluaran masyarakat. Satu jalur penting yang menurut hemat saya sangat mempengaruhi rencana pengeluaran masyarakat di Indonesia adalah ekspektasi inflasi itu sendiri. Kita merasakan tetapi sulit untuk

mendokumentasikan betapa kuatnya pengaruh ekspektasi inflasi misalnya ekspektasi mengenai kenaikan harga semen, harga tanah, dan harga mobil terhadap perilaku sebagian masyarakat kita. Dalam mekanisme transmisi baru, upaya untuk mengikis ekspektasi-ekspektasi yang sudah mengakar dalam masyarakat kita merupakan bagian integral dari kebijakan untuk menurunkan laju inflasi di Indonesia dalam jangka panjang.

4. Rencana pengeluaran masyarakat hanya akan menjadi kenyataan apabila didukung oleh tersedianya dana atau pembiayaan. Rencana pengeluaran itu akan menciptakan *permintaan* akan dana atau pembiayaan. Permintaan tersebut akan menjadi kenyataan apabila ada *penawaran* atau suplai dana yang memenuhinya. Suplai dana ini dapat berasal dari perbankan dan lembaga-lembaga keuangan lainnya baik dari dalam maupun luar negeri. *Demand* dan suplai dari (*loanable*) *funds* ini menentukan suku bunga pasar di dalam negeri yang juga sangat dipengaruhi oleh *ekspekstasi* suku bunga, suku bunga jangka pendek dan *stance* yang ada. Proses interaksi antara *demand* dan *suply* untuk *loanable funds* dengan ekspektasi dan *policy stance* ini perlu dikaji dan dirumuskan secara empiris dengan baik.
5. Dana yang benar-benar tersedia dari hasil interaksi tersebut menentukan besarnya unsur-unsur penting dalam agregat-agregat moneter seperti kredit, M2, M1, M0 dan sebagainya. Di sini kita melihat bahwa agregat-agregat moneter adalah besaran-besaran yang relatif pasif sebagai akibat dari proses interaksi yang lebih mendasar. Barangkali hal ini merupakan suatu penjelasan mengapa dalam praktek sering sangat sulit untuk mengendalikan agregat-agregat moneter tersebut apabila instrumen-instrumen kita tidak menjangkau atau diarahkan kepada proses yang lebih mendasar itu sendiri. Kita tidak mungkin dapat mengendalikan secara efektif besaran yang sebenarnya merupakan hasil akhir dari suatu proses panjang sebelumnya tanpa harus mempengaruhi proses itu sendiri. Kebijakan kita harus bisa mempengaruhi proses itu sejak awal, mulai dari pembentukan ekspektasi-ekspektasi tersebut di atas.
6. Dengan dana yang benar-benar tersedia rencana pengeluaran masyarakat menjadi pengeluaran masyarakat yang direalisasikan atau permintaan agregat. Selanjutnya permintaan agregat ini bersama-sama dengan penawaran agregat akan menentukan laju pertumbuhan PDB, laju inflasi dan kondisi transaksi berjalan. Tiga hal terakhir tersebut merupakan *sasaran akhir* dari kebijakan moneter.

Demikian sekedar renungan mengenai segi yang sangat penting dari kebijakan moneter yaitu mekanisme transmisi dari kebijakan tersebut ke bagian-bagian lain dari perekonomian. Banyak aspek yang masih harus dipikirkan lebih lanjut, dikaji kebenarannya dan diuji kesuaiannya dengan kenyataan di Indonesia. Masih banyak yang perlu kita kerjakan.