

Universitas Katolik
SOEGIJAPRANATA

**SUN SEBAGAI INSTRUMEN
OPERASI PASAR TERBUKA**

WORKING PAPER/110/e/fak/c1/2009



ANGELINA IKA RAHUTAMI
2009

SUN SEBAGAI INSTRUMEN OPERASI PASAR TERBUKA

Angelina Ika Rahutami¹

Defisit Anggaran

Salah satu masalah ekonomi yang kerap kali menimpa negara sedang berkembang adalah masalah defisit anggaran pemerintah. Secara umum defisit anggaran pemerintah merupakan suatu kondisi dimana penerimaan pemerintah lebih kecil dibandingkan dengan pengeluaran pemerintah. Sedangkan menurut Dornbusch (1989) defisit anggaran dapat dibedakan menjadi defisit primer dan pembayaran bunga utang. Defisit primer adalah selisih antara pengeluaran pemerintah diluar pembayaran bunga utang terhadap seluruh penerimaan pemerintah diluar utang baru dan pembayaran cicilan utang. Kenaikan beban utang pemerintah, suku bunga pinjaman serta terjadinya depresiasi akan menyebabkan pembayaran bunga utang semakin tinggi. Kondisi ini akan menyebabkan terjadinya defisit anggaran yang lebih tinggi lagi karena adanya faktor pembayaran bunga utang. Defisit anggaran memiliki pengaruh kausalitas dengan perekonomian. Defisit anggaran yang dipengaruhi oleh gejolak perekonomian disebut sebagai defisit siklis, sedangkan defisit anggaran diskrit adalah defisit anggaran yang telah dihilangkan pengaruh siklusnya.

Secara umum pembiayaan defisit anggaran dapat didanai melalui penciptaan uang, pajak² dan utang. Ketika pemerintah melakukan pinjaman dari masyarakat maka berarti pemerintah melakukan kebijakan pembiayaan utang (*debt financing*). Pembiayaan utang terdiri dari utang publik dan utang bank sentral. Utang publik dilakukan apabila pemerintah menjual kepada masyarakat surat utang, sehingga pemerintah akan menerima kas dari masyarakat dan menyimpannya di rekening pemerintah di bank umum dan bank sentral. Utang publik ini tidak akan mempengaruhi jumlah uang inti karena aliran uang keluar dari pemerintah diimbangi dengan aliran uang masuk dari masyarakat. Pembiayaan defisit anggaran dengan utang publik dapat dilakukan di dalam negeri maupun luar negeri. Sebaliknya bila pemerintah melakukan utang kepada bank sentral maka akan tercipta tambahan uang inti yang selanjutnya

¹ Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Soegijapranata

² Dalam makalah ini pajak dan seigniorage (pendapatan pemerintah dari pencetakan uang) tidak akan menjadi fokus bahasan

akan merubah jumlah uang beredar. Hal ini terjadi karena pemerintah menjual surat berharga ke bank sentral, yang direspon oleh bank sentral dengan pencetakan uang.

Pembiayaan defisit anggaran melalui utang publik dan utang bank sentral membutuhkan manajemen utang pemerintah yang baik. Manajemen utang ini diharapkan dapat memastikan bahwa jumlah dan tingkat perubahan utang pemerintah harus bersifat berkelanjutan dimana pemerintah dapat memenuhi kewajiban bayarnya. Untuk mencapai manajemen utang pemerintah yang baik maka dibutuhkan koordinasi antara otoritas moneter dan fiskal. Koordinasi antara otoritas moneter dan fiskal dibutuhkan karena struktur utang tergantung pada jatuh tempo (*maturity*) utang itu sendiri, jenis mata uang, suku bunga, nilai tukar dan tekanan moneter. Dengan demikian unsur ketidakpastian di sektor moneter dan keuangan akan memberikan dampak yang penting bagi manajemen utang pemerintah.

Interaksi fiskal dan moneter

Koordinasi antara kebijakan moneter dan fiskal adakalanya sulit untuk dilakukan karena kebijakan fiskal dan moneter dalam suatu negara adakalanya dibuat terpisah dari sisi pembuat kebijakan. Konsekuensi dari pemisahan ini adalah kebijakan moneter memiliki otoritas tunggal dalam penetapan suku bunga nominal jangka pendek dan atau tingkat pertumbuhan uang, sedangkan kebijakan fiskal difokuskan pada tingkat pajak dan skedul pembayaran transfer (Bhattacharya dan Haslag, 1999). Dalam perdebatan antara monetaris dan keynesian, pemisahan ini dipertanyakan efektivitasnya dalam mengelola aktivitas ekonomi. Namun perdebatan ini dibantah oleh artikel Sargent dan Wallace (1981) yang menjelaskan bahwa meskipun kebijakan moneter dan fiskal dipisah namun yang lebih penting adalah mengetahui interaksi keduanya.

Hubungan antara kebijakan moneter dan fiskal dapat dilihat melalui *government budget constraint* (kendala anggaran pemerintah). Kendala anggaran pemerintah menghubungkan defisit anggaran secara langsung terhadap kebijakan moneter.

Identitas fiskal pemerintah dapat dituliskan sebagai berikut (Walsh, 2001):

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1}^T = T_t + (B_t^T - B_{t-1}^T) + RCB_t \quad \dots 1)$$

Sisi kiri menunjukkan pengeluaran pemerintah untuk barang, jasa dan transfer ditambah bunga pembayaran hutang yang belum dilunasi dengan asumsi jatuh tempo dalam 1 periode. Sedangkan sisi kanan menunjukkan penapatan pajak (T_t) ditambah hutang baru yang berbeban bunga ($B_t^T - B_{t-1}^T$, dimana T menunjukkan nilai total) ditambah dengan penerimaan langsung dari bank sentral (RCB_t)

Keterkaitan kendala anggaran pemerintah haruslah dikaitkan dengan identitas anggaran bank sentral yang menghubungkan antara kewajiban dan tagihan

$$(B_t^M - B_{t-1}^M) + RCB_t = i_{t-1} B_{t-1}^M + (H_t - H_{t-1}) \quad \dots 2)$$

dimana,

- $B_t^M - B_{t-1}^M$ merupakan pembelian bank sentral terhadap hutang pemerintah
- $i_{t-1} B_{t-1}^M$ merupakan penerimaan bank sentral dari pembayaran bunga *treasury*
- $H_t - H_{t-1}$ adalah perubahan kewajiban (liabilities) BS yang disebut juga sebagai *High-powered money* atau *monetary base*

Identitas anggaran dari otoritas fiskal dan bank sentral dapat dikombinasikan dan menghasilkan identitas anggaran sektor pemerintah konsolidasi berikut,

$$G_t + i_{t-1} B_{t-1}^T = T_t + (B_t^T - B_{t-1}^T) + (H_t - H_{t-1}) \quad \dots 3)$$

Dari perspektif sektor pemerintah konsolidasi, hanya hutang yang dipegang oleh masyarakat (yaitu diluar sektor pemerintah) yang menunjukkan kewajiban yang berbeban bunga, dan perubahan kewajiban bank sentral ($H_t - H_{t-1}$) yang menunjukkan tambahan sumber pendapatan

Berdasarkan persamaan 3 pembiayaan pemerintah diperoleh dari 3 sumberdaya alternatif:

1. T_t yaitu pendapatan yang dihasilkan dari pajak
2. Pinjaman di sektor swasta atau yang dikenal dengan obligasi pemerintah. Pinjaman ini sama dengan perubahan utang yang dipegang oleh sektor swasta $B_t - B_{t-1}$
3. Pencetakan uang oleh pemerintah, yang ditunjukkan oleh perubahan stok utang yang tidak mengandung bunga $H_t - H_{t-1}$

Jika terdapat restriksi pada kemampuan pemerintah untuk meminjam atau menaikkan pendapatan dari seigniorage maka dibutuhkan pengetahuan mengenai *intertemporal budget constraint* dari pemerintah.

Dengan mengabaikan efek dari kejutan inflasi, identitas anggaran pemerintah periode tunggal dalam riil dapat ditulis,

$$g_t + (r - n - \lambda)b_{t-1} = t_t + (b_t - b_{t-1}) + s_t \quad \dots 4)$$

Dengan mengasumsikan bahwa $(r - n - \lambda) \equiv \rho$ adalah konstan dan positif maka persamaan dapat ditulis menjadi,

$$(1 + \rho)b_{t-1} + \sum_{i=0}^{\infty} \frac{g_{t+i}}{(1 + \rho)^i} = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{t_{t+i}}{(1 + \rho)^i} + \sum_{i=0}^{\infty} \frac{s_{t+i}}{(1 + \rho)^i} + \lim_{i \rightarrow \infty} \frac{b_{t+i}}{(1 + \rho)^i} \quad \dots 5)$$

Rencana pengeluaran pemerintah dan pajak dikatakan memenuhi persyaratan *intertemporal budget balance* (tidak terdapat “*Ponzi condition*”) jika,

$$\lim_{i \rightarrow \infty} \frac{b_{t+i}}{(1+\rho)^i} = 0 \quad \dots 6)$$

Pemerintah harus merencanakan untuk menaikkan pendapatan yang cukup, dalam bentuk present value, untuk membayar kembali hutang yang ada dan membiayai pengeluaran yang direncanakan.

Dengan mendefinisikan defisit primer sebagai $\Delta \equiv g-t-s$, maka *intertemporal budget balance* adalah

$$(1+\rho)b_{t-1} = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{\Delta_{t+i}}{(1+\rho)^i} \quad \dots 7)$$

Jadi, jika pemerintah memiliki hutang yang belum dibayar ($b_{t-1} > 0$), maka present value dari defisit primer yang akan datang harus negatif (berarti harus terjadi surplus primer pada masa yang akan datang). Surplus ini dapat dihasilkan melalui penyesuaian pengeluaran, pajak atau seigniorage

Dalam interaksi antara kebijakan moneter dan fiskal dikenal dengan adanya istilah kebijakan moneter aktif atau kebijakan fiskal aktif. Suatu interaksi dikatakan merupakan kebijakan moneter aktif apabila kebijakan moneter tidak memberikan respon terhadap perubahan yang terjadi pada obligasi pemerintah. Bank sentral akan menerapkan kebijakan moneternya tanpa memperhatikan pola dan kondisi obligasi pemerintah. Kebijakan moneter aktif biasanya berpasangan dengan kebijakan fiskal pasif. Kebijakan fiskal pasif adalah kebijakan fiskal yang selalu memberikan respon terhadap perubahan yang terjadi pada obligasi pemerintah sehingga dapat memenuhi keseimbangan persamaan anggaran pemerintah. Kebalikan dari pasangan kebijakan ini adalah kebijakan fiskal aktif dan moneter pasif. Dalam kombinasi kebijakan fiskal aktif dan moneter pasif, maka yang akan berkomitmen menjaga keseimbangan anggaran bila terdapat perubahan obligasi pemerintah adalah kebijakan moneter.

Bila interaksi antara kebijakan moneter dan fiskal tercermin dalam persamaan kendala anggaran pemerintah, maka pengaruh kebijakan moneter terhadap kondisi fiskal terlihat dalam penelitian Dellas dan Slayer (2003) yang menunjukkan bahwa bila kebijakan moneter bertujuan untuk menciptakan suku bunga yang rendah, maka juga akan berakibat pada pembayaran bunga utang publik. Sebaliknya bila kebijakan moneter mengakibatkan terjadinya suku bunga yang tinggi akan konsekuensi dari semakin tingginya pembayaran utang adalah kenaikan beban pajak. Dampak lanjutan

dari semakin tingginya pajak maka akan melemahkan aktivitas ekonomi, sehingga akan menyebabkan munculnya biaya pendapatan riil. Dengan demikian kebijakan *moneter rule* yang bersifat *countercyclical*³ akan menyebabkan biaya yang tinggi dalam alokasi sumberdaya dan pendapatan riil yang hilang.

Penelitian Shapiro (2004) menunjukkan bahwa suku bunga merupakan faktor yang sulit dikontrol dalam permasalahan defisit anggaran. Karena suku bunga ditetapkan dalam kebijakan moneter, maka tujuan kebijakan moneter menjadi variabel penting dalam kondisi defisit anggaran. Bila bank sentral menetapkan tujuan jangka panjangnya adalah tingkat inflasi yang rendah, dan bank sentral menggunakan suku bunga sebagai variabel operasionalnya, maka kondisi ini harus diperhitungkan oleh otoritas moneter dalam penghitungan akumulasi utang dan pendapatan pemerintah yang diperoleh dari inflasi. Hubungan ini akan menambahkan kendala bagi pemegang kebijakan fiskal dan keseimbangan fiskal yang harus dicapai di masa yang akan datang.

Otoritas moneter dalam memformulasikan kebijakannya akan melakukan (i) penetapan sasaran moneter, (ii) arah kebijakan (policy stance), dan (ii) mekanisme transmisi kebijakan. Secara teknis, akan dilakukan penetapan instrumen kebijakan moneter yang dilakukan melalui,

1. Market operation (Operasi Pasar Terbuka -OPT)
2. Reserve requirement (Giro Wajib Minimum - GWM)
3. Official interest rate (policy rate)
4. standing facilities (koridor suku bunga)
5. Direct control (pengaturan kredit/pembiayaan)

Surat Utang Pemerintah Sebagai Instrumen OPT

Seperti dikemukakan sebelumnya pelaksanaan OPT akan mempengaruhi jumlah likuiditas di pasar uang dengan cara mengendalikan pertumbuhan uang inti sehingga jumlah uang beredar sesuai dengan kebutuhan perekonomian. Dalam pelaksanaan OPT, mayoritas bank sentral di dunia menggunakan surat berharga/utang pemerintah. Keunggulan surat utang pemerintah adalah:

1. Dapat diterbitkan dalam jumlah besar dan jangka waktu yang beragam

³ *counter-cyclical monetary policy* adalah kebijakan moneter yang secara aktif bersifat memperlunak perkembangan kegiatan ekonomi yang cenderung menuju titik balik ekstrim. Kebijakan ini biasanya diterapkan agar perekonomian terhindar dari gejolak struktural (shocks).

2. Memiliki potensi untuk mendorong pengembangan pasar uang sekunder khususnya pasar sekuritas. Obligasi pemerintah biasanya memiliki tingkat resiko yang sangat kecil, sehingga perubahan harga diskonto obligasi pemerintah dapat digunakan sebagai referensi bagi para pelaku di pasar sekuritas maupun pasar uang dalam negeri.
3. Menghasilkan *yield curve* yang dapat digunakan sebagai referensi penentuan suku bunga jangka menengah dan jangka panjang, dan akhirnya dapat digunakan untuk proses ekspektasi
4. Mengurangi biaya pelaksanaan OPT di sisi bank sentral, karena biaya bunga yang muncul akan dibebankan pada anggaran pemerintah. Dalam sistem ini, OPT akan dapat dilakukan secara independen tanpa harus memperhatikan pengelolaan utang bank sentral. Kondisi ini akan dapat meningkatkan kredibilitas dan efektivitas kebijakan moneter.

Permasalahan penggunaan surat utang pemerintah di negara sedang berkembang adalah pada manajemen pengelolaan utang publik baik pada kegiatan penerbitan ulang obligasi yang jatuh tempo maupun pada penentuan suku bunga. Dalam penentuan suku bunga surat utang pemerintah, maka dibutuhkan koordinasi antara bank sentral dengan pemerintah. Apabila pemerintah ingin meningkatkan penjualan obligasinya, maka suku bunga surat utang pemerintah harus lebih menarik dibandingkan dengan suku bunga perbankan.

Kondisi Indonesia

Indonesia mengeluarkan Surat Utang Negara yang tertuang dalam UU No. 24 tahun 2002. SUN terdiri dari surat utang atau disebut sebagai Surat Perbedaharaan Negara (Treasury Bills) dan obligasi negara. Surat utang pemerintah adalah surat utang kepada BI dengan terms dan condition yang mencakup tingkat bunga, jangka waktu pembayaran dan frekuensi pembayaran (Badan Analisa Fiskal, 2002). Untuk mempertahankan nilai nominalnya maka dilakukan indeksasi surat utang terhadap inflasi. Surat utang ini merupakan kewajiban yang tidak dapat dipindahtangankan dan tidak dapat diperjualbelikan. Surat utang kepada BI mulai diterbitkan pada tanggal 25 September 1998. Jenis yang kedua adalah obligasi pemerintah yang ditempatkan pada masing-masing bank yang direkapitalisasi sebagai tambahan modal bank, namun tidak akan masuk dalam sistem moneter dan tidak menambah uang beredar (Badan Analisa Fiskal, 2002). Mulai 28 Mei 1999 terdapat 3 jenis obligasi pemerintah untuk rekap perbankan yang diperdagangkan dengan terms dan conditions yang berbeda. Secara

ringkas perbedaan antara surat utang dan obligasi pemerintah dapat disarikan sebagai berikut,

Tabel 1. Karakteristik Surat Utang Dan Obligasi

Karakteristik	Surat utang pemerintah	Variable rate bond (VRB)	Fixed rate bond (FRB)	Hedge Bond (HB)
Penempatan	BI, tidak diperdagangkan	Bank rekap, dapat diperdagangkan	Bank rekap, dapat diperdagangkan	Bank rekap, dapat diperdagangkan
Jangka waktu (tenor)	20 tahun	3-10 tahun	4,8-10 tahun	1-12 triwulan kemudian diganti menjadi VRB atau FRB
Suku bunga	3%, nilai nominal utang diindeks terhadap inflasi	Lelang SBI (3 bln) hingga 5 digit dibelakang koma, ditetapkan pada awal periode bunga	12%, 12,125%, 12,25%, dan 14% tergantung seri obligasi	SIBOR 3 bulan hingga 2 digit dibelakang koma, ditetapkan pada awal periode bunga
Jumlah seri	4 surat utang	6 seri	5seri	24 seri
Frekuensi pembayaran	Semesteran	Triwulanan	Semesteran	Triwulanan
Nilai nominal pada saat penerbitan hingga 29/8/00	218,3T Subject to verify	226,4T	167,2T	36,8T
Posisi utang, hingga 29/10/00	218,3 T Subject to verify	219.5 T (menurun karan adanya penarikan kelebihan obligasi0	175,8T (meningkat karena adanya konversi HB yang jatuh tempo menjadi FRB	29,5T (menurun karena jatuh tempo)
Faktor2 yang menentukan beban bunga	Nominal utang Indeks, inflasi t-1 Bunga acuan	Nominal utang SBI 3 bln	Nominal Tingkat bunga acuan	Nominal utang SIBOR Indeks yang ditentukan nilai tukar terhadap US\$ pada saat penerbitan dan jatuh tempo
Periode pembayaran cicilan	Tahun anggaran 2003-2018	2002-2009	2001-2009	2000-2002

Sumber: Badan Analisa Fiskal, 2002

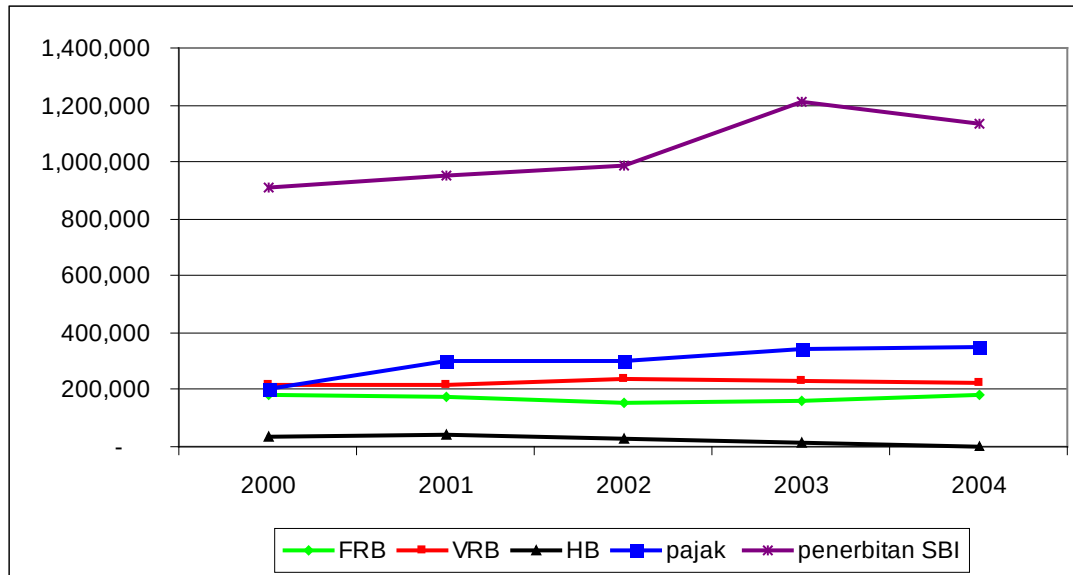
Penerbitan SUN pada dasarnya merupakan suatu upaya pemerintah untuk mengatasi kebijakan moneter yang dipandang kurang efektif. Kebijakan moneter di Indonesia mengenal dua instrumen kebijakan moneter yang sering digunakan oleh Bank

Indonesia adalah GWM dan OPT. GWM merupakan salah satu instrumen moneter yang bertujuan menjaga stabilitas moneter melalui pengendalian uang beredar melalui pengaturan likuiditas perbankan. GWM merupakan simpanan wajib minimum yang wajib dipelihara oleh perbankan dalam bentuk saldo rekening giro di BI yang besar persentasenya ditetapkan oleh BI. Semakin besar GWM ditetapkan oleh BI, maka berarti BI melakukan kontraksi moneter dalam perekonomian.

Bentuk instrumen berikutnya adalah OPT. Sampai saat ini fokus kegiatan OPT masih pada uang inti dan OPT lebih ditujukan untuk menyerap kelebihan likuiditas yang ada dalam sistem perbankan (*tight bias*). Perbedaan dalam aktivitas OPT antara Indonesia dengan negara lain adalah penggunaan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sebagai instrumen OPT, sedangkan negara lain biasanya menggunakan surat utang negara. Apabila BI ingin melakukan kontraksi jumlah uang beredar dalam perekonomian, maka BI melakukan lelang (penerbitan) SBI dan didukung dengan FASBI (fasilitas Bank Indonesia)⁴.

Dominasi penggunaan SBI sebagai alat pembiayaan defisit anggaran terlihat dalam data berikut. Dari tahun 2000 sampai dengan 2004, penerbitan SBI masih merupakan bagian yang terbesar dalam pembiayaan defisit anggaran. Pada tahun 2000, nilai SBI yang diterbitkan mencapai 907.830 milyar rupiah dan pada tahun 2004 telah mencapai 1.136.818 milyar rupiah. Penerimaan pajak dari tahun 2000-2004 relatif konstan. Pada tahun 2000 penerimaan pajak sebesar 205.335 milyar rupiah dan meningkat sebesar 46,39% pada tahun 2001, namun pada tahun 2002 mengalami penurunan sebesar 0,69%. Pada tahun 2003 sampai 2004 penerimaan pajak masih mengalami peningkatan, sehingga pada tahun 2004 mencapai 349.300 milyar rupiah. Dari sisi obligasi pemerintah, mulai tahun 2000 sampai 2004 jenis obligasi pemerintah yang paling sering dibeli adalah VRB, meskipun pada tahun 2003 dan 2004 mengalami penurunan sebesar 3,41% dan 4,70%. Sedangkan HB merupakan obligasi yang paling sedikit diminati, dan menunjukkan kecenderungan menurun mulai tahun 2002 sampai 2004 mulai dari -37,32%, -48,78% dan akhirnya -78,43%. Sedangkan FRB masih mengalami peningkatan pada tahun 2003 dan 2004 sebesar 2,97% dan 12,38%.

⁴ SBI dan FASBI memiliki karakteristik yang berbeda. Penerbitan SBI selalu disertai dengan surat berharga (*scripless*), dan bersifat negotiable sehingga dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Tingkat diskonto SBI didasarkan pada bidding rate yang disampaikan peserta lelang, dengan tenor 1 sampai 12 bulan. Sedangkan FASBI tidak disertai dengan surat berharga dan bersifat non-negotiable. Tingkat diskonto FASBI sepenuhnya ditetapkan oleh BI, dengan tenor 1 sampai 7 hari.



Gambar 1. Komposisi Pembiayaan Defisit Anggaran

Penggunaan SBI sebagai instrumen OPT dapat menunjukkan kecenderungan kebijakan yang dianut oleh pemerintah dan BI. Kecenderungan kebijakan ini dapat dilihat melalui neraca konsolidasi pemerintah dan bank sentral. Neraca konsolidasi anggaran pemerintah dan bank sentral (government budget constraint) dibiayai oleh penciptaan uang oleh bank sentral ($M_t - M_{t-1}$), nilai bersih penjualan surat berharga pemerintah ($B_t - R_{t-1}B_{t-1}$) dan pajak lumpsum (τ_t).

Permasalahan yang timbul adalah penggantian SBI dengan SUN akan memiliki implikasi yang berbeda termasuk juga dalam pengendalian inflasi (Mochtar, 2003). Hasil uji yang dilakukan oleh Mochtar (2002) menunjukkan sejak periode 1998 kebijakan moneter Indonesia dengan fokus penetapan suku bunga SBI, hanya memberi bobot dan perhatian kepada inflasi dalam kebijakan moneter. Padahal dalam kenyataannya kebijakan pajak mengacu pada posisi surat berharga pemerintah (SBI) pada periode sebelumnya. Sampai dengan tahun 1998 pemerintah dan BI menggunakan SBI sebagai instrumen OPT, dan pemerintah tidak memiliki obligasi sendiri yang digunakan sebagai instrumen OPT. Kondisi ini bila dikaitkan dengan persamaan *government budget constraint* (persamaan 1) dan diasumsikan penerimaan hanya berasal dari dalam negeri, maka penerimaan pemerintah Indonesia hanya berasal dari pajak dan RCB. Implikasi dari penggunaan SBI sebagai instrumen OPT adalah pemerintah tidak akan memberikan respon dan tidak memiliki komitmen atas penerbitan dan posisi SBI. Menurut Leeper (1991), karakteristik OPT ini adalah karakteristik interaksi kebijakan di region II yaitu kebijakan fiskal aktif dan moneter pasif. Kebijakan fiskal aktif adalah

kebijakan fiskal yang tidak memperhatikan perubahan obligasi pemerintah dan diimbangi kebijakan moneter yang selalu memperhatikan perubahan obligasi pemerintah untuk menjamin keseimbangan anggaran pemerintah.

Penelitian Sitorus (1998) menunjukkan bahwa penggunaan SBI sebagai instrumen OPT menyebabkan dana SBI menjadi tidak efektif penggunaannya karena hanya berputar di sektor keuangan. Kondisi ini tidak terlalu menguntungkan terutama bila kondisi sektor perbankan berada dalam posisi yang tidak efisien dan tidak fleksibel. Permasalahan lain dari penggunaan SBI untuk menyerap eksekusi likuiditas di Indonesia akibat krisis adalah BI harus menanggung biaya diskonto SBI yang cukup besar. Biaya ini menyebabkan kebijakan moneter di Indonesia menjadi tidak efisien (Laporan tahunan BI, 2000). Pembayaran kembali SBI jatuh tempo oleh BI akan menimbulkan ekspansi moneter, sehingga tujuan semula dalam lelang SBI adalah untuk melakukan kontraksi, justru pada saat jatuh tempo akan menimbulkan injeksi likuiditas bagi perbankan. Implikasinya BI perlu melakukan lelang SBI secara terus menerus dan akan menimbulkan biaya kontraksi moneter yang mahal. Berdasarkan kondisi ini maka dibutuhkan pengganti SBI, dengan sejenis surat utang pemerintah (t-bill), yang dipandang memiliki efek *double-sided* untuk kontraksi maupun ekspansi likuiditas (Sitorus, 1998).

Hasil simulasi dalam penelitian Mochtar (2003) menunjukkan bahwa apabila obligasi pemerintah telah diterapkan secara penuh dalam OPT, maka akan memunculkan karakteristik inflasi yang berbeda. Penggantian ini akan menyebabkan kebijakan moneter dapat berjalan secara efektif seperti yang diyakini kaum monetaris. Dengan menggunakan asumsi kebijakan moneter permanen dan un-anticipated, serta kebijakan fiskal yang berkomitmen kepada obligasi pemerintah, maka kebijakan moneter ketat akan mampu menurunkan inflasi secara permanen. Dalam simulasi ini tampak bahwa perilaku ekspektasi rasional masyarakat akan menyebabkan kebijakan fiskal tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap pengendalian moneter (Mochtar, 2003)

Kesimpulan

Berdasarkan karakteristik dan keunggulan obligasi pemerintah sebagai instrumen OPT dan sekaligus digunakan dalam pembiayaan defisit, dan juga

berdasarkan kondisi empiris di banyak negara yang cenderung menggunakan T-bills sebagai instrumen moneter, maka penggantian SBI dengan SUN merupakan langkah tepat untuk meringankan beban biaya yang harus ditanggung oleh BI dan juga untuk meningkatkan efektivitas kebijakan moneter. Dari sisi fiskal penggunaan SUN akan meningkatkan penyaluran dana yang lebih merata dan tidak hanya berputar di sektor keuangan saja. Penerbitan SUN yang dikelola dengan baik akan mampu mengatasi masalah pembiayaan defisit anggaran.

Referensi

- _____ (2000), **Laporan Tahunan Bank Indonesia**, Jakarta
- Leeper, Eric M Dan Gordon D.B (2002), The Price Level, The Quantity Theory Of Money And The Fiscal Theory Of The Price Level, **Nber Working Paper**, 9084
- Leeper, Eric M. (1991), "Equilibria Under 'Active' And 'Passive' Monetary And Fiscal Policies", **Journal Of Monetary Economics**, 27, Februari, 129-147
- Bhattacharya, Joydeep, and Joseph H Haslag (1999), Monetary Policy Arithmetic: Some Recent Contributions, **Economic And Financial Review**, 3rd Quarter, Federal Reserve Bank Of Dallas , P 26-36
- Dellas, Harris And Kevin D Slayer (2003), Some Fiscal Implications Of Monetary Policy, **Bulletin Of Economic Research** 55:1, P 21-36
- _____ (2002), **Bunga Rampai Kebijakan Fiskal**, Badan Analisa Fiskal, Departemen Keuangan Ri, Dan Japan International Cooperation Agency, Jakarta
- Sitorus, Tarmiden (1998), Suatu Pemikiran Dalam Upaya Peningkatan Efektivitas Pengendalian Moneter Di Indonesia, **Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan**, Desember
- Mochtar , Firman (2003) Sbi, T-Bills Dan Pengendalian Inflasi, **Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan**, September
- Walsh, Carl E. (2001), **Monetary Policy And Theory**, The MIT Press, London
- Shapiro, Matthew D. (2004), "**Discussion Of Engen And Hubbard: Federal Government Debt And Interest Rates**", Artikel Dalam NBER Macroeconomics Annual Conference April 2004 By University Of Michigan And NBER