

# Pasar Uang Rupiah: Gambaran Umum

Mahdi Mahmudy

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)  
BANK INDONESIA

Jakarta, Maret 2005

**Mahdi Mahmudy**

Pasar Uang Rupiah/Mahdi Mahmudy

-- Jakarta :

Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan

(PPSK) BI, 2005.

i-xiii; 69 hlm.; 15,5 cm x 23 cm. – (Seri  
Kebanksentralan; 15)

Bibliografi: hlm. – 65

ISBN 979-3363-17-7

## Sambutan

Dengan mengucapkan puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, pada kesempatan ini Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK), Bank Indonesia kembali menerbitkan buku seri kebanksentralan. Penerbitan buku ini sejalan dengan amanat yang diemban dalam Undang-Undang No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia, bahwa dalam menjalankan tugas dan tanggung jawabnya Bank Indonesia senantiasa berupaya untuk mewujudkan transparansi kepada masyarakat luas. Selain itu, sebagai sumbangsih dalam kegiatan wawasan dan pembelajaran kepada masyarakat, Bank Indonesia juga terus berupaya meningkatkan kualitas publikasi yang ditujukan untuk memperkaya khazanah ilmu kebanksentralan.

Buku seri kebanksentralan merupakan rangkaian tulisan mengenai ilmu kebanksentralan ditinjau dari aspek teori maupun praktek, yang ditulis oleh para penulis dari kalangan Bank Indonesia sendiri. Buku seri ini dimaksudkan untuk memperkaya khazanah kepustakaan mengenai berbagai aspek kebanksentralan terutama yang dilakukan Bank Indonesia sebagai Bank Sentral Republik Indonesia. Sebagai bacaan masyarakat umum, buku seri ini ditulis dalam bahasa yang cukup sederhana dan mudah dipahami, serta sejauh mungkin menghindari penggunaan istilah-istilah teknis yang kiranya dapat mempersulit pembaca dalam memahami isi buku.

Penulisan buku seri kebanksentralan ini diorganisir secara sistematis dengan terlebih dahulu menerbitkan buku seri mengenai aspek-aspek pokok kebanksentralan, yaitu: (1) bidang moneter, (2) bidang perbankan, (3) bidang sistem pembayaran, dan (4) bidang organisasi dan manajemen bank sentral. Selanjutnya masing-masing bidang dirinci dengan topik-topik khusus yang lebih fokus pada tema tertentu yang tercakup pada salah satu bidang tugas bank sentral. Dengan demikian sistematika publikasi buku seri kebanksentralan ini analog dengan pohon yang terdiri dari batang yang memiliki cabang dan ranting-ranting. Sebagai kelanjutan buku seri sebelumnya, pada kesempatan ini diterbitkan buku seri yang terkait dengan bidang moneter/perbankan dengan topik Pasar Uang Rupiah: Gambaran Umum. Buku

ini membahas pasar uang secara komprehensif, mulai dari fungsi, risiko, pelaku, piranti dan prinsip-prinsip dasar Pasar Uang sampai dengan perkembangan Pasar Uang Rupiah di Indonesia dan beberapa negara lainnya.

Akhirnya, pada kesempatan ini kami menyampaikan terimakasih dan penghargaan kepada para penulis yang telah berusaha secara maksimal serta pihak-pihak yang telah memberikan kontribusi berharga dalam penyusunan buku ini. Semoga buku ini bermanfaat dan menambah khazanah pengetahuan kita.

Jakarta, Maret 2005

Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan

Tarmiden Sitorus

Direktur

# Pengantar

Pasar uang mempunyai peranan yang vital bagi perekonomian. Bagi pihak-pihak yang mempunyai surplus dana, pasar uang menjadi salah satu sarana penting untuk investasi. Sementara itu, bagi pihak yang membutuhkan dana, pasar uang menjadi salah satu solusi penting untuk mengatasi permasalahan yang dihadapi. Demikian juga bagi otoritas moneter. Keberadaan dan perkembangan pasar uang termasuk piranti-pirantinya menjadi fokus perhatian karena pasar uang merupakan media yang penting dalam mengimplementasikan kebijakan moneter yang diambil.

Dalam beberapa dekade terakhir, pasar uang mengalami perkembangan yang sangat pesat sejalan dengan semakin terintegrasinya pasar uang domestik dan internasional, semakin banyaknya produk-produk pasar keuangan yang muncul, serta cepatnya perkembangan teknologi informasi dan komputer. Di satu sisi, perkembangan ini berdampak positif bagi perekonomian, di sisi lain perkembangan ini mengakibatkan semakin sulitnya pengendalian likuiditas moneter oleh bank sentral.

Tulisan singkat dalam Seri Kebanksentralan No. 15 ini ditujukan untuk meningkatkan pemahaman masyarakat luas yang berminat memahami berbagai hal yang terkait dengan pasar uang secara umum dan perkembangannya di beberapa negara. Tulisan ini juga diharapkan dapat menjadi referensi bagi pembaca yang bermaksud untuk memperdalam pemahaman tentang pasar uang.

Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah ikut serta terlibat dan membantu penyusunan tulisan ini, khususnya kepada rekan-rekan di Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Direktorat Pengelolaan Moneter. serta semua pihak yang telah membantu kelancaran penulisan seri kebanksentralan, mulai dari tahap penyusunan *outline*, penulisan draf, diskusi, penulisan akhir, dan pencetakannya. Ucapan terima kasih secara khusus juga penulis sampaikan kepada Sdr. Jeffrey Kairupan, Ny. Sriliani Susilo, serta Sdr. Priyanto B. Nugroho atas masukan-masukannya dalam diskusi penyelesaian tulisan ini. Demikian pula

penulis mengucapkan terima kasih kepada J.D.Parera yang telah mengedit bahasa tulisan ini.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa tulisan ini jauh dari sempurna. Oleh karena itu, kritik dan saran dari pembaca terbuka selebar-lebarnya dan akan penulis terima dengan senang hati untuk penyempurnaan di masa yang akan datang. Akhirnya, penulis mengharapkan agar karya kecil ini bermanfaat dan menambah khasanah pengetahuan masyarakat luas.

Jakarta, Maret 2005

Penulis

# Daftar Isi

|  |           |
|--|-----------|
| Sambutan   | iii       |
| Pengantar  | v         |
| Daftar Isi   | vii       |
| <b>Pendahuluan</b>   | <b>1</b>  |
| <b>Gambaran Umum Pasar Uang</b>                                      | <b>4</b>  |
| Definisi dan fungsi pasar uang                                       | 4         |
| Fungsi Pasar Uang  | 4         |
| Risiko Pasar Uang  | 6         |
| Lokasi dan mekanisme pasar uang                                      | 7         |
| Ciri-ciri piranti Pasar Uang   | 8         |
| Pelaku-pelaku Pasar uang   | 8         |
| Piranti-piranti pasar uang   | 14        |
| Pasar uang dan saluran transmisi Kebijakan Moneter                   | 24        |
| <b>Kebijakan Moneter dan Pasar uang di beberapa negara</b>           | <b>25</b> |
| European Central Bank (ECB)  | 25        |
| Amerika Serikat (Federal Reserve Bank)                               | 26        |
| Inggris (Bank of England)  | 30        |
| Jepang (Bank of Japan)   | 34        |
| <b>Pasar Uang di Indonesia</b>                                       | <b>38</b> |
| Piranti  | 38        |
| Pasar Uang dan Kebijakan Moneter                                     | 50        |
| Struktur Pasar Uang di Indonesia                                     | 51        |
| Pengaruh perubahan informasi terhadap pergerakan suku bunga          | 53        |
| Kebijakan Bank Indonesia dalam rangka Pengembangan Pasar Uang Rupiah | 55        |
| Perkembangan Pasar Uang Rupiah di Indonesia                          | 61        |
| <b>Daftar Pustaka</b>  | <b>64</b> |

## **Daftar Bagan**

|   |    |
|---|----|
| Bagan 1: Aliran Dana pada Sistem Keuangan                           | 3  |
| Bagan 2: Piranti-Piranti Pasar Uang                                 | 15 |
| Bagan 3: Pasar Uang di Jepang                                       | 34 |
| Bagan 4: Kerangka Transmisi Operasional <i>Pendekatan Kuantitas</i> | 50 |
| Bagan 5: Kerangka Transmisi Operasional <i>Pendekatan Harga</i>     | 51 |

## **Daftar Tabel**

|   |    |
|---|----|
| Tabel 1: Beberapa Piranti Pasar Uang Utama di Amerika Serikat | 28 |
| Tabel 2: Perkembangan Piranti Pasar Uang di Jepang            | 37 |
| Tabel 3: Piranti Pasar Uang di Indonesia                      | 40 |
| Tabel 4: Posisi Pasar uang Menurut Jenis Transaksi            | 61 |

# Pasar Uang Rupiah: Gambaran Umum

## Pendahuluan

Pasar keuangan (*financial markets*)<sup>1</sup> mempunyai peranan penting dalam meningkatkan efisiensi perekonomian melalui penyaluran dana dari pihak-pihak yang mempunyai surplus dana kepada pihak-pihak yang membutuhkannya baik untuk kegiatan investasi maupun kegiatan ekonomi lainnya. Tingkat kesejahteraan kedua pihak akan meningkat dengan berfungsinya pasar keuangan. Bagi pihak-pihak yang mempunyai surplus dana, pasar keuangan memberikan penghasilan, sedangkan pihak yang lain, misalnya pengusaha, akan memperoleh dana untuk memanfaatkan peluang dalam investasi guna mendapatkan keuntungan. Dengan perkataan lain, pasar keuangan menjadi suatu kebutuhan masyarakat karena adanya perbedaan waktu antara penerimaan dan pengeluaran dari pelaku-pelaku ekonomi di pasar uang, seperti bank-bank komersial, bank sentral, pemerintah, perusahaan-perusahaan, *money market mutual funds, brokers, dan dealers*.

Aliran dana dari pihak yang mempunyai surplus dana kepada pihak yang membutuhkan dana dapat dengan secara langsung dan tidak langsung. Pembiayaan langsung terjadi bila peminjam mencari dana secara langsung ke pasar keuangan dengan menjual surat-surat

---

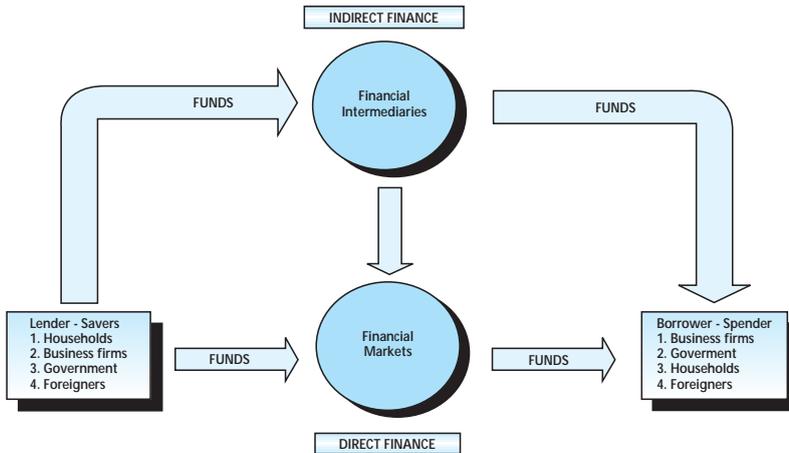
<sup>1</sup> Pasar keuangan (*financial markets*) adalah kumpulan dari berbagai pihak untuk mengadakan transaksi keuangan dimana pihak yang mengalami kelebihan dana (*surplus unit*) menyalurkan dananya untuk dipinjamkan (*loanable funds*) kepada pihak-pihak yang sedang mengalami kekurangan dana (Stigum,2001)

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

berharga (bagan 1). Pembiayaan tidak langsung terjadi bila pemilik surplus unit menaruh dana pada lembaga keuangan perantara (*financial intermediaries*) seperti bank, perusahaan asuransi, dan kemudian lembaga keuangan tersebut meminjamkannya pada unit yang membutuhkan

Secara garis besar pasar keuangan dapat dibagi menjadi dua, yaitu pasar modal dan pasar uang (*money market*). Pasar modal adalah pasar tempat diperdagangkan adalah surat-surat berharga yang berjangka waktu lebih dari satu tahun. Sementara itu, di pasar uang surat-surat berharga yang diperdagangkan berjangka pendek di bawah satu tahun. Dengan demikian, suatu surat berharga berjangka waktu lebih dari satu tahun, apabila ditransaksikan secara repo dengan jangka waktu yang kurang dari satu tahun, dikategorikan pula sebagai transaksi pasar uang.

Bagi otoritas moneter keberadaan pasar keuangan penting untuk mendapatkan informasi. Sekurang-kurangnya ada tiga informasi yang dapat dimanfaatkan dari pasar keuangan yang berkembang cepat dalam beberapa dekade terakhir (Welteke, 2001). *Pertama*, memberikan informasi awal atas ekspektasi pasar terhadap perkembangan makro ekonomi; Perubahan struktur tingkat suku bunga terkait dengan arah pertumbuhan ekonomi ke depan. *Kedua*, perkembangan dari *expected volatility dari harga future financial markets* memberikan sinyal tingkat ketidakpastian dalam perekonomian, meskipun sampai saat ini belum ada kesepakatan umum mengenai bagaimana membaca tingkat *volatility* secara pasti. *Ketiga*, harga-harga di pasar keuangan memberikan indikator terhadap ekspektasi dari pelaku-pelaku pasar, terkait dengan tindakan kebijakan moneter.



Sumber : Mishkin ( 2001 )

**Bagan 1. Aliran dana pada sistem Keuangan**

Di samping itu, bagi bank sentral pasar uang merupakan media yang penting dalam mengimplementasikan kebijakan moneter baik yang memilih strategi kuantitas (uang beredar) maupun harga (suku bunga) dalam rangka mencapai sasaran akhir bank sentral, yaitu tingkat stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan, dan penyerapan tenaga kerja. Untuk mencapai sasaran-sasaran dimaksud, bank sentral berupaya memengaruhi tingkat likuiditas perbankan serta suku bunga jangka pendek yang lebih lanjut berdampak pada aktivitas perekonomian secara makro.

Perkembangan pasar-pasar keuangan dalam beberapa dekade terakhir mengalami pertumbuhan yang pesat sejalan dengan arus globalisasi dan semakin banyaknya produk-produk pasar keuangan yang muncul. Menurut *Bank for International Settlement (BIS)* pada akhir tahun 2003 volume transaksi pasar uang internasional diperkirakan telah mencapai lebih dari US\$2,3 triliun per harinya. Arus dana yang besar ini di satu sisi memberi manfaat bagi kegiatan ekonomi, di sisi lain, bila tidak dikelola secara baik berpotensi menimbulkan bencana karena dapat mengganggu stabilitas ekonomi suatu negara bahkan stabilitas moneter internasional.

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

Sehubungan dengan pentingnya keterkaitan pasar keuangan dan khususnya pasar uang dengan otoritas moneter maupun perekonomian, buku seri kebankentralan kali ini mengulas secara sederhana aspek-aspek mengenai pasar uang, meliputi fungsi, ciri khas, mekanisme kerja, piranti, serta perkembangan pasar uang di beberapa negara dan Indonesia.

# Gambaran Umum Pasar Uang

## Definisi Pasar Uang

Pasar uang adalah pasar tempat suatu pihak meminjam dana dari pihak lainnya pada tingkat bunga<sup>2</sup> tertentu dan biasanya untuk jangka waktu di bawah satu tahun. Jangka waktu pinjaman bisa bervariasi, mulai dari satu hari sampai satu tahun. Pinjaman yang berjangka waktu lebih dari satu tahun digolongkan sebagai pasar hutang.

Dilihat dari jenis mata uangnya, pasar uang dapat dibagi menjadi pasar domestik dan pasar valuta asing. Pasar uang dikatakan efisien bila dapat melakukan transfer uang dari unit surplus ke unit defisit dalam jumlah besar dengan waktu yang singkat serta biaya yang sangat rendah (Timothy Q. Cook dan Robert K. LaRoche, 1998).

## Fungsi Pasar Uang

Ada beberapa fungsi pasar uang yang penting dalam kegiatan ekonomi, yaitu fungsi likuiditas, fungsi sebagai sarana penyaluran kebijaksanaan (*Channel for implementing policies*), fungsi informasi, *accumulation of wealth*, serta *allocation of wealth* (Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, 2002).

---

<sup>2</sup> Tingkat bunga di sini sama dengan harga kesepakatan antara *borrower* dan *lender*. Tingkat suku bunga tinggi diharapkan oleh *lender* sementara *borrower* akan menyukai tingkat suku bunga yang rendah.

## Gambaran Umum Pasar Uang

Fungsi likuiditas pasar uang terkait dengan manfaat yang diberikannya kepada para investor dalam rangka mengelola dana jangka pendek mereka yang *idle* dengan membeli piranti-piranti pasar uang, seperti *certificate deposit*, Sertifikat Bank Indonesia (SBI), dan deposito berjangka pendek untuk memperoleh pendapatan. Sementara itu, bagi pengusaha yang membutuhkan dana, pasar uang digunakan sebagai salah satu alternatif tempat untuk mencari sumber dana sementara. Misalnya, dalam hal terjadi *mismatch* temporer karena portfolio asetnya berjangka panjang, sementara sisi liabilitiesnya<sup>3</sup> relatif berjangka pendek untuk memperoleh pendapatan yang optimal.

Dalam rangka melaksanakan kebijakan moneter, Bank Sentral atau otoritas moneter antara lain menggunakan piranti operasi pasar terbuka (OPT). Kebijakan OPT dilakukan dengan melakukan penjualan atau pembelian, baik secara *outright* maupun *repo*<sup>4</sup>, surat-surat berharga Pemerintah<sup>5</sup> atau surat-surat berharga yang diterbitkan oleh bank sentral (sejenis SBI di Indonesia) di pasar uang guna mempengaruhi likuiditas perekonomian agar sesuai dengan kebutuhan perekonomian. Perkembangan likuiditas dalam pasar uang lebih lanjut akan berdampak terhadap perkembangan suku bunga dan nilai tukar, yang pada akhirnya berpengaruh terhadap aktivitas perekonomian secara makro.

Berkenaan dengan fungsi informasi, perkembangan pasar uang dapat memberikan informasi bagi pelaku-pelaku di pasar uang seperti perusahaan, perbankan, pemerintah, otoritas moneter mengenai kondisi moneter, arah kebijakan, preferensi, dan tingkah laku peserta

---

<sup>3</sup> Struktur seperti ini merupakan ciri khas dari struktur suatu neraca bank-bank komersial.

<sup>4</sup> Penjualan/pembelian surat-surat berharga secara *outright* (lepas), lazimnya dilakukan apabila bank sentral ingin melakukan penyesuaian likuiditas di pasar uang secara permanen. Sementara, *repo* digunakan untuk menyesuaikan likuiditas yang bersifat sementara.

<sup>5</sup> Di negara-negara yang pasar keuangannya sudah maju, surat berharga yang digunakan bank-bank sentral dalam kegiatan OPT-nya tidak terbatas pada surat berharga yang dikeluarkan oleh pemerintah, tetapi mencakup pula surat berharga swasta (*corporate bonds*). Pada prinsipnya surat berharga tersebut memiliki kualitas yang tinggi, yaitu likuid dengan pergerakan yang stabil.

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

pasar uang maupun kondisi dan prospek ekonomi di dalam maupun di luar negeri.

*Accumulation of wealth* diperoleh masyarakat dengan menempatkan harta lancar (*liquid assets*) mereka pada piranti-piranti pasar uang yang memberikan pendapatan. Bagi investor, besar kecil pendapatan yang akan diperolehnya tergantung dari besar-kecil tingkat risiko yang mereka tolerir. Semakin besar pendapatan yang diharapkan, biasanya semakin besar pula tingkat risiko yang dihadapi, seperti membeli surat-surat berharga perusahaan yang bukan berkategori *blue chips*. Demikian sebaliknya, semakin rendah pendapatan yang didapatkan, semakin rendah pula risiko yang dihadapi, seperti pembelian surat-surat berharga yang dikeluarkan oleh pemerintah atau bank sentral.

Fungsi *alloaction of weath* adalah fungsi yang ditawarkan oleh pasar uang kepada para investor yang ingin mendiversifikasi asset yang mereka miliki. Dalam upaya mengurangi risiko yang dihadapi, investor dapat melakukan investasi pada berbagai alternatif yang tersedia, seperti deposito di bank, membeli saham atau surat-surat berharga (*fixed income*) lainnya di pasar modal, serta membeli berbagai piranti pasar uang lainnya.

### Risiko pasar uang

Pasar uang selain berpeluang menghasilkan keuntungan, juga mengandung kemungkinan timbulnya risiko yang harus ditanggung investor baik risiko ekonomi maupun nonekonomi (Goeltom,2000). Risiko ekonomi terdiri atas :

- 1) Risiko pasar (*market risk, interest rate* atau *exchange rate risk*), yaitu risiko yang timbul akibat fluktuasi harga, suku bunga, dan pergerakan nilai tukar;
- 2) Risiko penanaman kembali (*reinvestment risk*), yaitu risiko karena mengalihkan investasi;
- 3) Risiko gagal bayar (*default risk*), yaitu risiko yang timbul karena

## Gambaran Umum Pasar Uang

pembayaran yang tidak terpenuhi pada saat tagihan jatuh tempo; dan

- 4) Risiko fundamental (*fundamental risk*), yaitu risiko akibat perubahan kondisi makro-ekonomi, moneter, fiskal, dan kebijakan lainnya pemerintah.

Sementara itu, risiko nonekonomi antara lain dipengaruhi oleh situasi sosial, politik, dan bencana alam.

### Lokasi dan mekanisme pasar uang

Dalam era modern sekarang ini, transaksi-transaksi yang terjadi di pasar uang umumnya dilakukan secara langsung melalui media *telephone electronic data link*. Transaksi-transaksi tersebut dinamakan *Over the Counter (OTC) transactions*. Pelaku-pelakunya dapat melakukan transaksi pada pasar di dalam negeri (domestik) atau luar negeri yang tidak membutuhkan bentuk pasar yang riil. Transaksi pada pasar uang dapat dilakukan selama 24 jam di seluruh dunia sehingga memungkinkan pemilik dana menaruh modalnya pada pasar yang memberikan tingkat suku bunga yang tinggi. Sementara itu, peminjam dapat mencari pinjaman pada pasar yang menawarkan tingkat suku bunga yang termurah.

Adanya fleksibilitas waktu dalam mengakses pasar uang serta tidak dikenalnya batas antar negara membuat pasar uang sebagai tempat yang menarik untuk menempatkan dan meminjam dana bagi para pelakunya. Semakin banyak pelaku dan semakin besar tingkat persaingan di antara yang meminjamkan dan peminjam, maka kecenderungan akan terbentuk suku bunga yang efisien baik dilihat dari yang meminjamkan maupun peminjam. Kondisi ini disebut *market liquidity*.

Seperti pengertian pasar lainnya, pasar uang adalah suatu pasar tempat terjadi pertemuan antara penjual dan pembeli yang kesepakatannya membentuk harga barang/jasa. Pada pasar uang, harga yang terbentuk dinamakan suku bunga. Hukum permintaan dan penawaran juga berlaku di pasar ini. Bila permintaan akan dana

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

meningkat, maka suku bunga akan naik. Demikian sebaliknya, bila *supply* dana naik karena banyak orang menaruh dana di pasar uang, maka suku bunga akan turun.

### Ciri piranti pasar uang

Piranti-piranti pasar uang biasanya memiliki tingkat keamanan yang tinggi dan umumnya diterbitkan dalam unit yang besar, misalnya, dengan kelipatan US\$1 juta atau lebih di pasar uang Amerika Serikat. Piranti-piranti yang diperdagangkan biasanya mempunyai jatuh tempo atau jangka waktu transaksi dari satu hari sampai dengan 365 hari, tetapi secara umum jatuh tempo piranti-piranti pasar uang tersebut di bawah tiga bulan. Di samping itu, pada *secondary market* yang aktif, biasanya piranti yang belum jatuh tempo diperdagangkan dengan aktif pula. Berbeda dengan pasar *securities* atau *commodities exchange*, pasar uang tidak mempunyai lokasi tertentu. Sehubungan dengan hal tersebut, transaksi-transaksi di pasar uang dilakukan dengan menggunakan telepon, *reuters* dan komputer. Di samping itu, pasar tersebut dapat diakses baik secara domestik maupun secara internasional.

### Pelaku-pelaku dari kegiatan pasar uang

Beberapa pelaku utama yang terlibat dalam kegiatan pasar uang, antara lain bank-bank komersial, pemerintah, perusahaan-perusahaan swasta, perusahaan-perusahaan pemerintah, *money market mutual funds*, *future market exchange*, *brokers* dan *dealers*, serta bank sentral

#### ***Bank-bank komersial***

Ada tiga peran utama bank-bank komersial di pasar uang (Cook dan LaRoche, 1998). *Pertama*, bank komersial menjadi lembaga perantara dari unit surplus kepada unit defisit yang membutuhkan dana untuk membiayai investasi atau kredit, dan untuk memenuhi ketentuan kewajiban giro minimum yang harus mereka pelihara pada bank

sentral. Di Amerika Serikat misalnya, bank-bank komersial adalah partisipan terbesar di pasar uang dalam rangka meminjam *federal funds (fedfund)* untuk jangka pendek dan berbunga murah, biasanya pinjaman semalam (*overnight*). Tingkat suku bunga yang terjadi, yaitu kesepakatan antara permintaan dan penawaran atas dana *fedfund*, dinamakan *fed fund rate*<sup>6</sup>.

Di samping meminjam dana di pasar uang, bank-bank komersial dan lembaga keuangan lainnya yang sedang membutuhkan likuiditas juga dapat meminjam dana jangka pendek pada bank sentral dengan sistem *discount window*. Dengan sistem ini, biaya bunga ditetapkan di muka oleh bank sentral. Biaya bunga tersebut dinamakan *discount rate* atau fasilitas diskonto.

Bank-bank komersial juga dapat menghimpun dana dari pasar uang melalui *repurchase agreement (repo)*. *Repo* adalah penjualan sekuritas dan sekaligus membelinya kembali dengan harga dan jangka waktu tertentu. Umumnya *repo* dilakukan atas surat-surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah (*government securities*) atau surat berharga yang dikeluarkan oleh bank sentral.

*Kedua*, bank-bank komersial di pasar uang adalah sebagai *dealer* di pasar *over the counter interest rate derivatives* yang telah tumbuh dengan pesat dalam beberapa tahun terakhir, khususnya di negara-negara yang telah maju pasar uangnya, seperti Amerika Serikat, Inggris, dan Jepang. Bank-bank komersial sering bertindak sebagai perantara pada kegiatan transaksi *Swap*, serta menjadi *counterparty* dari pihak-pihak yang bertransaksi.

*Ketiga*, bank komersial pada pasar uang, adalah pemberi jasa *fee base income*. Dalam hal ini bank memberikan *line of credit* kepada penerbit surat-surat berharga piranti pasar uang yang sehat dan dapat dipercaya. Bentuk komitmen lainnya adalah memberikan *credit enhancement* atau jaminan, biasanya dalam bentuk *letter of credit*, yang menjamin bahwa bank akan membayar senilai surat berharga yang diterbitkan oleh penerbit (*issuer*) bila penerbit tadi tidak dapat

---

<sup>6</sup> Di Indonesia *Fed fund rate* sama dengan suku bunga pasar uang antarbank (PUAB)

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

memenuhi kewajibannya. Penjaminan atas *backup lines of credit* dan *letter of credit* ini biasanya dilakukan atas penerbitan *commercial paper* dan surat-surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah negara bagian.

### ***Pemerintah***

Pemerintah pusat dan daerah di banyak negara membutuhkan dana talangan (*bridging funds*) yang besar untuk membiayai proyek-proyek pemerintah karena adanya perbedaan waktu antara penerimaan dari pajak maupun penerimaan lainnya dengan pengeluaran yang harus dilakukan. Di Jepang, misalnya, Pemerintah menerbitkan surat-surat berharga jangka pendek dan obligasi guna pembiayaan sementara dari proyek-proyek Pemerintah. Pembeli surat-surat berharga dan obligasi tersebut tidak hanya perusahaan dan penduduk setempat, tetapi juga perusahaan-perusahaan dan lembaga keuangan negara-negara lain. Surat-surat berharga jangka pendek dan obligasi yang diterbitkan pemerintah biasanya sangat likuid dan hampir tidak mempunyai risiko (mendekati *free of default risk*) sehingga mempunyai tingkat suku bunga yang lebih rendah dibandingkan dengan surat-surat berharga jangka pendek lainnya. Namun, untuk menarik minat investor, pendapatan bunga dari surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah pusat maupun daerah biasanya dibebaskan dari *federal income taxes*.

### ***Perusahaan-perusahaan***

Perusahaan-perusahaan *nonfinancial institution* dan *nonbank financial business* menghimpun dana dari pasar uang dengan menerbitkan surat-surat berharga jangka pendek berupa *unsecured promissory notes*. Dalam beberapa tahun terakhir banyak perusahaan-perusahaan yang memperoleh akses untuk masuk ke pasar uang sehingga komersial paper (CP) cukup berkembang di beberapa negara. Sementara itu, perusahaan-perusahaan yang berhubungan dengan perdagangan internasional menghimpun dana di pasar uang dengan

menerbitkan *bankers acceptances* (BA). Kemudian, bank mengaksep (membeli) BA yang diterbitkan oleh importir dan memegangnya hingga jatuh tempo atau menjualnya di pasar uang. Sementara itu, importir memperoleh uang kas dengan nilai lebih rendah (*discount*) untuk membayar eksportir.

### ***Government-Sponsored Enterprises dan Short term Investment Pools***

*Government sponsored enterprises* adalah perusahaan-perusahaan swasta yang bergerak pada bidang keuangan (*financial intermediaries*) yang terkait erat dengan pemerintah federal. Institusi ini meminjam dana dari pasar keuangan dan menyalurkan kembali dana tadi, biasanya untuk kegiatan sektor pertanian dan perumahan. Sementara itu, *Short-term investment pools* (STIPs) adalah lembaga perantara keuangan (*financial intermediaries*) yang membeli piranti-piranti pasar uang jangka pendek dalam jumlah besar dan kemudian menjual kembali berupa saham (*shares*) kepada investor. Dengan cara demikian, para individu-individu maupun investor-investor kecil lainnya dapat berpartisipasi secara tidak langsung dalam kegiatan pasar uang. Ada tiga bentuk dari STIPs yaitu *money market mutual funds*, *short-term investment funds*, dan *local government investment pools*.

### **Money market mutual funds (MMFs)**

MMFs umumnya beroperasi dalam bentuk perusahaan-perusahaan *broker* dan kelompok reksadana (*mutual funds group*). Mereka membeli surat-surat berharga jangka pendek dari pasar uang dan kemudian menjual kembali kepada individu-individu, perusahaan, dan penanam modal institusi (*institutional investor*) berupa *shares*. MMFs mulai berkembang sejak awal 1980-an dan 1990-an, sejalan dengan maraknya perkembangan industri reksadana di Amerika Serikat. Individu-individu adalah investor utama dari MMFs ini. Perusahaan-perusahaan *broker* dan *mutual funds group* adalah kelompok-kelompok yang utama dalam menyediakan jasa *money market mutual*

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

*fund*. Sejak diperkenalkannya perbankan di Amerika Serikat untuk melakukan kegiatan reksadana, pada tahun 1980-an, peranan perbankan dalam usaha ini semakin meningkat dari tahun ke tahun.

### ***Money Market Funds***

*Money market funds (MMF)* adalah sejenis perusahaan reksadana yang diatur dalam undang-undang Pemerintah Amerika Serikat tempat perusahaan-perusahaan tersebut melakukan kegiatan investasi pada surat-surat berharga yang berisiko rendah (*US Securities and Exchange Commission, 2003*). Risiko investasi pada MMF lebih rendah dibandingkan dengan risiko melakukan investasi pada perusahaan reksadana. MMF biasanya melakukan investasi pada surat-surat berharga milik pemerintah, *certificate of deposits, commercial paper*, dan surat-surat berharga lain yang likuid dan aman.

### ***Short-term investment funds (STIFs)***

STIFs dikelola oleh *bank trust department* untuk mengelola berbagai *account* kemudian dana yang *idle* tersebut digunakan untuk membeli surat-surat berharga pasar uang. Portfolio dari STIFs di Amerika Serikat diatur oleh *Comptroller of the Currency* yang mensyaratkan bahwa sekurang-kurangnya 80% dari portfolio investasi yang dilakukan harus pada surat-surat berharga yang jatuh tempo tidak lebih dari 91 hari, serta minimal 20% dari nilai *funds asset* harus berbentuk kas, dan asset lainnya yang jatuh tempo sehari berikutnya.

### ***Local Government investment Pools (LGIPs)***

Local Government investment Pools adalah *investment pools* yang dibentuk oleh negara-negara bagian di Amerika Serikat sehingga memungkinkan pemerintah daerah atau lokal untuk membeli piranti-piranti pasar uang dalam jumlah besar. Tujuan investasi adalah untuk mengoptimalkan dana *idle* sementara. Dana pemerintah daerah tadi biasanya dikelola oleh *state treasurer's office*. Dana yang

diinvestasikan tadi harus bersifat sangat jangka pendek, biasanya satu hari.

### ***Future exchanges***

Ada dua bentuk *future exchanges* yang dikenal secara umum, yaitu *money market future contracts* dan *future options*. *Money market future contracts* adalah persetujuan untuk membeli atau menjual surat-surat berharga piranti pasar uang pada tingkat harga dan tanggal tertentu yang telah disepakati. Piranti *money market future contracts* yang secara aktif diperdagangkan adalah *Treasury Bills* berjangka waktu tiga minggu dan deposito Eurodollar berjangka waktu tiga bulan. Sementara, *money market future options* memberikan hak kepada pemegangnya (bukan kewajiban) untuk membeli atau menjual *money market future contracts* pada harga tertentu dan sebelum tanggal tertentu. Contoh piranti *money market future contract* yang diperdagangkan antara lain *Treasury bills* tiga bulan, dan tiga bulan Eurodollar *futures*.

### ***Dealers dan Brokers***

*Dealers* dan *brokers* mempunyai peran penting dalam memasarkan piranti-piranti pasar uang di pasar perdana maupun pada pasar sekunder. *Dealers* menggunakan piranti *repo* untuk membiayai inventori mereka berupa surat-surat berharga (*securities*) yang mereka miliki. Para *dealer* juga berfungsi sebagai perantara di antara pelaku dalam pasar *repo's*, dengan memberikan pinjaman kepada yang membutuhkan dan melakukan pinjaman dari pihak yang memiliki surplus dana.

Sementara itu, *broker* dalam kegiatannya mempertemukan pembeli dan penjual yang untuk jasa itu *broker* mendapat jasa (*broker fee*). *Brokers* berperan penting sebagai perantara antara peminjam dan pemberi pinjaman pada pasar uang dan juga bertindak aktif sebagai perantara perdagangan antara *dealer*.

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

### ***Bank sentral***

Bank Sentral merupakan pelaku utama pada pasar uang mengingat salah satu tugas utamanya adalah menjaga stabilitas moneter dan harga melalui pengendalian jumlah likuiditas di pasar uang.

Bagaimana cara bank sentral mempengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan guna mencapai tujuan akhir yang telah ditetapkan dikenal dengan transmisi kebijakan moneter (Warjiyo, 2004 dan Taylor, 1995). Dalam menunaikan tugasnya itu, bank sentral menggunakan surat berharga pemerintah (*Treasury bills*) atau surat berharga bank sentral lainnya, seperti Sertifikat Bank Indonesia guna mengendalikan likuiditas bank-bank dan lembaga keuangan nonbank. Hal ini dilakukan dengan membeli atau menjual surat-surat berharga tersebut dengan metode *repurchase agreement*. Dengan mengendalikan likuiditas sistem keuangan, bank sentral, misalnya The Fed di Amerika Serikat, dapat mempengaruhi *federal funds rate* atau tingkat suku bunga lainnya melalui operasi pasar terbuka.

Bank sentral juga dapat mempengaruhi likuiditas dan tingkat suku bunga di pasar uang melalui kebijakan fasilitas diskonto (*discount window*). Dengan menaikkan/menurunkan fasilitas diskonto, bank sentral dapat mempengaruhi likuiditas pelaku pasar keuangan lainnya dan sekaligus tingkat suku bunga di pasar uang.

Kebanyakan bank sentral di dunia menggunakan piranti *standing facilities* untuk penyesuaian likuiditas di pasar uang setiap hari dalam rangka menjaga kestabilan suku bunga jangka pendek di pasar uang. *Standing facilities* ini membentuk suatu koridor suku bunga. Hal ini, misalnya, diterapkan di Australia, New Zealand, Inggris, dan Kanada

### **Piranti-piranti Pasar uang**

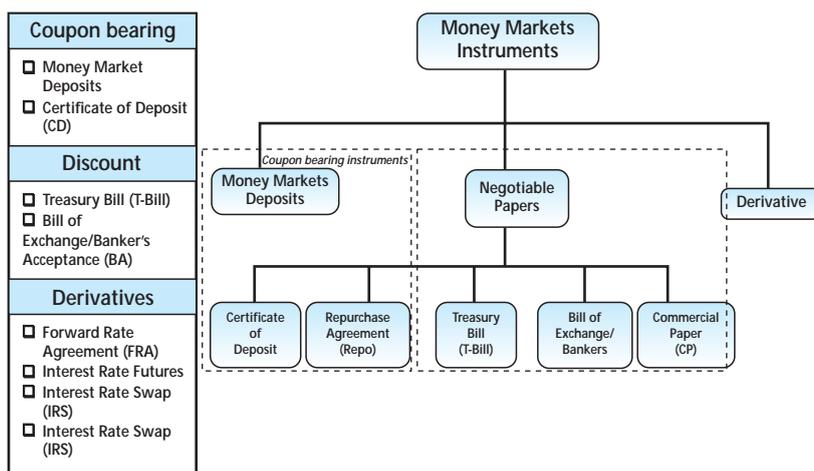
Secara garis besar ada dua cara untuk membedakan piranti-piranti pasar uang (Reuters, 2001). *Pertama*, dengan melihat apakah piranti pasar uang tersebut dapat diperjualbelikan atau tidak. Dengan metode ini, piranti pasar uang dapat dibagi dua kelompok, yaitu *money market*

*deposits* dan *negotiable paper*. Kedua, dengan membedakan bagaimana piranti pasar uang tersebut memberikan pendapatan kepada investor. Dengan cara kedua ini, piranti pasar keuangan dapat dibedakan dengan *coupon bearing instruments*, *discount instruments*, serta piranti pasar uang derivatif.

### Coupon Bearing Instrument

*Coupon bearing instrument* biasanya juga disebut *interest bearing* karena semua piranti-piranti pasar uang dalam model ini dikaitkan dengan pembayaran suku bunga. Ada tiga jenis *coupon bearing instruments* yang digunakan dalam pasar uang, yaitu :

- (1) *Money market deposits* —-*non-negotiable instruments*;
- (2) *Certificate of deposits* ———*negotiable instruments*; dan
- (3) *Repurchase Agreement (Repo)* —*negotiable instruments*



Bagan 2. Piranti-piranti pasar uang

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

### ***Money Market Deposit***

Pada *money market deposits* dikenal dua jenis piranti yang tersedia pada pasar antar-bank (*interbank markets*) ; yakni

- (a) *Fixed deposit* yaitu tingkat suku bunga dan tanggal jatuh temponya (*maturity date deposit*) telah disepakati pada waktu transaksi disetujui.
- (b) *Notice* atau *call deposit*, yaitu tingkat suku bunga dan tanggal jatuh tempo dapat berubah-ubah dan bila akan diputuskan/berakhir, maka dana tersebut berlaku efektif pada beberapa hari kemudian.

### **Certificate Deposits (CD)**

*Certificate Deposit* adalah suatu *negotiable receipt for funds* yang didepositokan pada suatu bank atau institusi keuangan lainnya dengan jangka waktu tertentu dan tingkat bunga tertentu yang diterima di muka. *Certificate Deposit* dapat diperjualbelikan karena merupakan piranti yang *negotiable* dan tidak menyebutkan nama pemilik. *Certificate Deposit* berbeda dengan deposito yang menyebutkan nama pemilik, sehingga CD merupakan *non-negotiable instrument*.

Besar kecilnya tingkat suku bunga yang dibayarkan pada CD tergantung dari beberapa faktor, antara lain jenis mata uang dari CD, tingkat suku bunga antarbank, dan tingkat kesehatan bank yang menerbitkan CD tersebut. Bagi investor, CD tersebut dapat disimpan hingga jatuh tempo atau dijual di pasar pada harga yang berlaku sebelum jatuh tempo.

### **Repurchase agreement (Repos)**

*Repo* adalah suatu perjanjian antara dua *counterparties* yang salah satu pihak setuju untuk menjual piranti pasar uang kepada pihak lain pada tanggal dan harga tertentu dan sekaligus setuju untuk membeli kembali pada tanggal dan harga tertentu pula. Piranti yang

diperjualbelikan dengan sistem ini biasanya piranti yang digunakan oleh bank sentral untuk kebijakan moneter dalam mengontrol jumlah uang beredar. Di pihak lain, bagi investor, piranti ini bertujuan untuk alternatif portfolio investasi. Pasar Repo yang terbesar adalah di Amerika Serikat, yaitu perdagangan *Treasury bills overnight*.

### Discount instruments

Piranti pasar uang dengan metode diskonto ini sama dengan bunga dibayar di muka, yaitu selisih dari harga piranti instrumen pada waktu membeli dikurangi dengan nilai pada saat jatuh tempo.

Ada tiga piranti utama *negotiable discount instruments*, yaitu :

- (1) Treasury Bill (T-bill);
- (2) Bill of Exchange/Bankers Acceptance (BA); dan
- (3) Commercial paper (CP)

### Treasury bill (*T-bill*)

*T-bill* adalah *short time- negotiable Bill of Exchange* yang diterbitkan oleh pemerintah untuk membiayai kegiatan pembangunan (Reuters, 2001) . Di Amerika Serikat lelang dari T-bill pemerintah dilakukan oleh *Federal Reserve* pada setiap hari Senin dan Kamis untuk T-bill yang mempunyai jatuh tempo 13 dan 16 minggu, dan setiap bulan untuk lelang T-Bill yang berjangka waktu 52 minggu. Sementara itu, di Inggris, T-bill yang dilelang adalah untuk yang berjangka waktu 91 dan 182 hari.

### Contoh perhitungan T -bills

Sebelum investor ingin melakukan tender untuk T-bills, mereka harus menawar mengenai berapa tingkat diskonto yang diinginkan kepada *Federal Reserve*. Jadi, bila seorang investor, misalnya, menginginkan tingkat diskonto 12% dari dana yang dimilikinya , tingkat harga tender

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

yang diajukan untuk 91 hari T-bills adalah :

Harga =  $100 - (Di \times D/365)$  dimana

Di = tingkat diskonto yang diinginkan oleh investor

D = lamanya hari jatuh tempo

Harga =  $100 - (12 \cdot 91/365)$

= 97,008 % dari pelipatan USD1 miliar T-bills.

Demikian seterusnya, bila investor pertama tadi ingin menjual T-bills yang dimilikinya sebelum tanggal jatuh tempo, dihitung dengan cara memperhitungkan diskonto melalui prosedur yang sama.

### ***Surat-surat berharga Perusahaan (Commercial paper/CP)***

*Commercial paper* adalah *unsecured promissory notes* jangka pendek yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan dan negara. Bagi perusahaan-perusahaan besar yang bonafid penerbitan CP untuk membiayai kegiatan mereka jauh lebih murah dan efisien dibandingkan dengan meminjam dari bank. Bagi perusahaan penerbit CP, mereka dengan cara cepat dan efisien menghimpun dana melalui biaya pendaftaran yang relatif murah pada *Securities Exchange Commission (SEC)*, dengan menjual *paper* baik secara langsung maupun melalui *independent dealers*. Sementara itu, investor akan mendapatkan alternatif investasi yang menghasilkan pendapatan yang cukup kompetitif dan *maturity* yang sesuai dengan keinginan mereka.

*Commercial paper* menjadi instrumen pasar hutang yang cepat berkembang terutama di Amerika Serikat baik bagi investor maupun bagi pihak yang membutuhkan dana. *Commercial paper* tumbuh dengan rata-rata 14% per tahun sejak tahun 1970-1999 dengan total *outstanding* USD1.528 miliar pada akhir tahun 1999.

Di Amerika Serikat penerbitan surat-surat berharga (*securities*) diatur oleh *Securities Act 1933* dengan mewajibkan penerbitnya mendaftarkan *securities* dimaksud pada *Securities Exchange*

*Commission (SEC)*. Namun, undang-undang tersebut memberi pengecualian terhadap surat-surat berharga yang diterbitkan dengan memenuhi kriteria tertentu. *Pertama*, *securities* tersebut harus mempunyai jangka waktu lebih rendah daripada sembilan bulan atau 270 hari. *Commercial paper* umumnya diterbitkan dengan jangka waktu antara 5-35 hari dengan rata-rata 30-35 hari. Penerbit sering memperpanjang CP yang diterbitkan sehingga pembiayaan dilakukan hampir bersifat permanen. *Kedua*, surat berharga (*notes*) yang diterbitkan tadi tidak untuk masyarakat umum. Oleh karena investor CP umumnya adalah lembaga-lembaga keuangan/perusahaan, maka CP yang diterbitkan biasanya dengan nominal kelipatan besar, yaitu USD 1 juta. *Ketiga*, hasil dari penerbitan CP tersebut digunakan untuk membiayai *current trasactions* termasuk pembiayaan biaya-biaya operasional dan harta lancar (*current assets*), seperti piutang dan *inventories*.

Sama seperti *Treasury bill*, CP adalah piranti pasar uang yang dijual secara diskonto. Investor membeli surat berharga (*notes*) tersebut dengan harga yang lebih rendah dari nilai nominal CP tersebut yang akan diterima pada saat jatuh tempo. Selisih antara nilai nominal yang akan diterima investor pada saat jatuh tempo dengan harga beli tersebut dinamakan diskonto.

Pada periode awal penerbitannya hingga 1980-an, CP diperdagangkan dengan menggunakan kertas secara fisik (*certificate*), yang dipegang oleh investor sampai saat jatuh tempo. Namun, dengan semakin berkembangnya teknologi, perdagangan CP tidak menggunakan *certificate* lagi tetapi secara pembukuan (*book entry*) melalui komputer. Dengan menggunakan sistem tanpa kertas (*paperless*) ini, biaya pengiriman dan verifikasi *certificate* dapat dihemat sehingga lebih meningkatkan efisiensi transaksi CP.

### ***Eurodollars***

*Eurodollars* adalah dana yang dihimpun bank-bank dalam denominasi USD, tetapi tidak tunduk terhadap ketentuan perbankan Amerika

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

Serikat. Sebagian besar piranti ini berada di luar Amerika Serikat, tetapi sejak tahun 1981 non-US *resident* dapat menyelenggarakan penghimpunan dana ini bebas dari ketentuan perbankan Amerika Serikat pada *International Banking Facilities (IBFs)* di Amerika Serikat. Eurodollars ini dapat dimiliki oleh individu-individu, perusahaan, pemerintah-pemerintah di luar Amerika Serikat dengan pengecualian hanya non-US *residents* yang dapat memiliki deposito pada *IBFs*.

Pada mulanya deposito USD yang tidak tunduk atas ketentuan perbankan Amerika Serikat tersebut terdapat hampir di sebagian besar negara-negara di Eropa karena pemilik dana takut dana yang mereka miliki dibekukan oleh pemerintah Amerika Serikat. Namun, kegiatan eurodollar tersebut kini menyebar ke banyak negara antara lain seperti Hongkong, Jepang, Singapore, Bahama, Bahrain, serta Kanada.

### ***Insentif menerbitkan eurodollars***

Dengan menerima deposito dalam USD serta memberikan kredit dalam USD di luar Amerika Serikat dan pada *IBFs*, bank-bank dapat menghindari beberapa peraturan perbankan Amerika Serikat terutama yang menyangkut ketentuan untuk memelihara giro wajib minimum tanpa bunga (*non-interest-bearing reserve requirement*) yang ditetapkan oleh *Federal Reserve* yang cukup tinggi sekitar 10%, harus mempunyai modal yang besar, *higher deposit insurance premium*, serta pengawasan yang ketat oleh *Federal Reserve*. Di samping itu, ketentuan kegiatan *eurodollars* pada pasar keuangan di luar Amerika Serikat relatif longgar dan pajak yang diberlakukan juga relatif rendah.

Otoritas moneter dari negara-negara di luar Amerika Serikat umumnya enggan untuk mengatur kegiatan *eurodollar* secara ketat karena perbuatan demikian akan mengakibatkan berkurangnya pendapatan, pajak, dan lapangan kerja bagi penduduk mereka. Di samping itu, kegiatan *eurodollar* berkembang di banyak negara sehingga menimbulkan persaingan yang cukup ketat yang

mengakibatkan negara-negara bersangkutan enggan untuk membuat ketentuan yang menghambat aktivitas *eurodollars*.

### ***Derivatives***

Sejalan dengan semakin berkembangnya pasar-pasar keuangan, piranti –piranti yang diperdagangkan juga mengalami perkembangan yang pesat yaitu munculnya produk-produk *Derivatives* antara lain *Forward Rate Agreements* (FRAs) dan *Interest rate Swaps* (IRSs)

### ***Forward Rate Agreement (FRAs)***

*Forward rate agreement* dapat didefinisikan sebagai suatu kontrak di antara dua pihak ketika mereka sepakat atas tingkat suku bunga tertentu yang akan diterapkan untuk pinjaman/deposit untuk masa mendatang dengan kesepakatan :

- (1) Nominal serta jenis mata uangnya;
- (2) Tanggal tertentu dari pinjaman/deposit yang akan ditarik atau ditempatkan; dan
- (3) Jatuh temponya.

Dalam FRA, penyelesaian transaksi tersebut hanya selisih dari perbedaan tingkat suku bunga yang terjadi . Jadi, tidak ada pinjaman yang terjadi dan komitmen untuk meminjam atau meminjamkan dana.

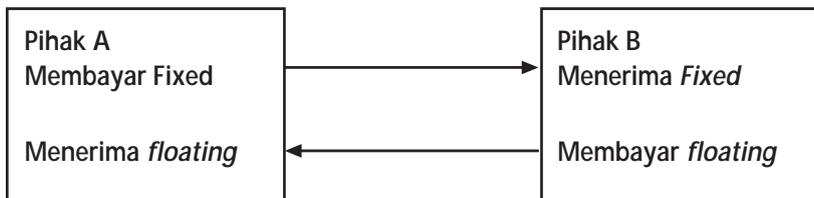
### ***Interest rate Swaps (IRS)***

*Interest rate swap* adalah suatu transaksi *derivative* antardua pihak untuk melakukan *swap* pembayaran bunga atas pinjaman yang sama dengan tingkat suku bunga yang berbeda, biasanya yang satu bersifat tetap (*fixed*) dan yang lainnya mengambang (*floating*). Dalam kontrak tersebut, biasanya mata uang yang dipakai dalam pertukaran sama dan pembayaran dilakukan secara neto. Dengan kata lain,

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

pembayaran dilakukan atas selisih negatif antara *cash outflow (payments)* dan *cash inflow*.

*Interest rate swap* memberikan manfaat bagi penggunanya dalam mengkonversi *exposure*nya terhadap suku bunga tetap (*fixed*) menjadi mengambang (*float*) atau sebaliknya. Contoh IRS sederhana dapat dilihat pada gambar di bawah ini :



Pihak A melakukan pertukaran arus kas dengan pihak B dengan pokok nominal sebesar USD10.000.000; A merupakan pihak yang menerima *floating rate* dan membayar *fixed rate (receive float, pay fixed)* dengan patokan *floating rate* sebesar suku bunga *LIBOR* ditambah 30 *basis points (LIBOR + 30 bps)*. Sebaliknya pihak B merupakan pihak yang berlawanan (*counterpart*) dan karenanya menerima pendapatan tetap (*fix*) dan membayar *float (receive fixed, pay float)* dengan patokan suku bunga tetap sebesar 7,19%. Bila *LIBOR rate* untuk enam bulan sebesar 6,45%, maka transaksi yang terjadi adalah sbb :

Pihak A, *fixed rate*

$$\begin{aligned} & (\text{Pokok nominal}) \left( \frac{\text{Jangka waktu}}{365} \right) \left( \frac{\text{Tingkat suku bunga}}{100} \right) = \\ & (\text{USD}10.000.000) \left( \frac{182}{365} \right) \left( \frac{7,19}{100} \right) = \\ & = \text{USD } 358.515,06 \end{aligned}$$

Pihak B, *floating rate*

$$\begin{aligned} & (\text{Pokok nominal}) \left( \frac{\text{Jangka waktu}}{365} \right) \left( \frac{\text{Tingkat suku bunga}}{100} \right) = \\ & = (10.000.000) \left( \frac{182}{365} \right) \left( \frac{(6,45 + 0,30)}{100} \right) = \\ & = \text{USD}500.479,45 \end{aligned}$$

## Gambaran Umum Pasar Uang

Pembayaran neto adalah  $USD500.479.,45 - USD358.515,06 = USD141.964,39$  ketika pihak A membayar kepada pihak B.

### *Piranti Pasar Uang lainnya*

Selain piranti CP dan BA yang mulai diminati dan berkembang cukup pesat, dewasa ini para pelaku pasar juga sedang melirik produk sekuritisasi aset dan *medium term notes* (surat utang jangka menengah, antara 1-3 tahun).

*Sekuritisasi aset* secara ringkas dapat didefinisikan sebagai suatu strategi mengubah sejumlah aliran tagihan kredit (misalnya kredit rumah, mobil, atau kartu kredit), sewa atau perdagangan menjadi aset yang lebih likuid (tunai) dengan menjual kepada pihak lain (*Special Purpose Vehicle/SPV*) yang berfungsi khusus sebagai pembeli tagihan dan penerbit sekuritas yang didukung dengan kelompok aset yang dibeli.

Mekanisme sekuritisasi aset ini dapat diilustrasikan dengan adanya *mismatch* pendanaan atau *gapping* dana perbankan, khususnya bagi bank pemberi pinjaman perumahan (akibat sumber dana jangka pendek berupa giro, deposito, dan tabungan digunakan untuk penanaman jangka panjang, yaitu > 5 tahun, maka bank-bank bersangkutan akan "menjual" sebagian tagihan pinjaman Kredit pemilikan rumahnya (KPR) kepada suatu lembaga yang dibentuk khusus (*Special purpose vehicle- SPV*) untuk mendapatkan dana segar. Proses demikian lazim disebut dengan *Mortgage Backed Securities* (MBS). Lembaga khusus (SPV/SPC) ini selanjutnya akan menerbitkan surat utang jangka panjang yang didukung dengan aset yang "dibeli" dan menawarkan kepada investor institusional.

*Medium Term Notes* (MTN) dapat didefinisikan sebagai penawaran yang berkesinambungan atas fasilitas surat hutang dengan berbagai jangka waktu (1 s.d. 5 tahun) dan biasanya menggunakan prosedur pemasaran dan penyelesaian yang dipakai dalam CP.

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

Di beberapa negara, penerbit MTN adalah lembaga keuangan dalam rangka sekuritisasi pinjaman hipotik dan *financial assets* lainnya. Suku bunga yang umum digunakan dikaitkan dengan LIBOR, *bank prime rate*, CP, dan *T-Bill rate*. Seperti CP, maka MTN-pun harus diperingkat oleh lembaga pemeringkat. Sebagian besar investor MTN adalah perbankan, asuransi, dan dana pensiun, sedangkan emiten MTN selain perbankan juga perusahaan korporasi di sektor riil.

### Pasar Uang dan Saluran Transmisi Kebijakan Moneter

Seperti telah diketahui, ada empat saluran transmisi kebijakan moneter dalam sistem keuangan (Warjiyo, 2004 serta Kamin dan Turner, BIS, 1998). *Pertama*, melalui saluran suku bunga yang kemudian akan mempengaruhi biaya kredit, *marginal cost of borrowings*, yang lebih lanjut akan mempengaruhi investasi dan tabungan yang pada akhirnya akan berdampak pada permintaan *agregat*. *Kedua*, melalui *domestic asset price* termasuk obligasi, saham, *real estate*. Saluran *ketiga* dan *keempat* masing-masing melalui nilai nilai tukar dan kredit yang kesemuanya berdampak pada permintaan agregat.

Keempat saluran transmisi kebijakan moneter tersebut dilaksanakan melalui pasar keuangan baik pasar uang maupun pasar modal. Sehubungan dengan hal tersebut, perkembangan pasar-pasar keuangan akan mempengaruhi efektifitas kebijakan moneter yang diambil oleh suatu negara. Bank Sentral akan selalu berupaya untuk meningkatkan efisiensi dan pasar keuangan yang sehat.

## Kebijakan moneter bank sentral dan Pasar Uang di beberapa negara

### European Central Bank (ECB)

Di dalam melaksanakan kebijakan moneter dengan sasaran stabilitas harga (*price stability*), ECB mengendalikan likuiditas di pasar uang serta mengontrol perkembangan tingkat suku bunga jangka pendek pasar uang (Vitor Gaspar and Gabreil Perez-Qiros, 2001). European Central Bank menggunakan target *corridor atau band overnight rates*. Untuk melaksanakan kebijakan moneter, piranti moneter utama yang digunakan ECB adalah operasi pasar terbuka (OPT), *standing facilities*, dan *reserve requirements* (Hartman, Manna dan Manzanares, 2001).

European Central Bank selalu memonitor perkembangan tingkat suku bunga pasar uang *overnight*, satu bulan, serta tiga bulan (Bofinger 2001). ECB membiarkan tingkat suku bunga *overnight* berfluktuasi selama masih berada dalam *band* yang telah ditetapkan, saat ini sebesar dua *percentage points*. Limit atas dari *band* mengacu pada *marginal lending facility*, sedangkan limit bawah mengacu pada tingkat suku bunga *deposit facility*. Sejak Januari 1999-April 2000, fluktuasi harian suku bunga ini rata-rata 2,73%. Kebijakan penetapan cadangan wajib minimum oleh ECB atas posisi *overnight money* juga menjadi salah satu faktor penyebab suku bunga ini tidak begitu berfluktuasi.

Tingkat suku bunga pasar uang satu dan tiga bulan relatif stabil fluktuasinya dibandingkan dengan tingkat suku bunga *overnight*. Tingkat suku bunga pasar uang satu bulan rata-rata berfluktuasi 0,47%, dan 0,34% untuk suku bunga tiga bulan. Lebih rendahnya fluktuasi tingkat suku bunga pasar uang satu dan tiga bulan dibanding dengan *overnight rate* tidak terlepas dari upaya ECB untuk melakukan *smoothing* perkembangannya dengan pengendalian tingkat suku bunga *repo* dan *policy rate*.

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

Operasi pasar terbuka (OPT) mempunyai peranan penting dalam mengendalikan likuiditas di pasar serta suku bunga. Piranti utama OPT yang dipakai adalah *main refinancing operations* (MROs). Lelang dari MROs dilakukan secara mingguan dengan metode *repurchase agreement* (repos), disesuaikan dengan kebutuhan pasar dan proyeksi internal ECB.

*Standing facilities* digunakan untuk menyediakan atau menarik likuiditas yang ada di pasar secara *overnight*. Inisiatif untuk penggunaan *standing facilities* berasal dari pelaku pasar keuangan. Bila mereka mengalami kekurangan (*overdraft*) saldo pada ECB, *intraday credit* secara otomatis diberikan melalui pinjaman semalam (*overnight*) dengan *standing facilities*.

*Reserve requirements* (RR) juga menjadi alat utama kebijakan moneter untuk menstabilkan tingkat suku bunga pasar uang dan mempengaruhi struktur likuiditas perbankan. Saat ini RR yang ditetapkan adalah sebesar 2%.

*Interbank deposit market* (sejenis PUAB) merupakan pasar yang penting bagi ECB untuk mengendalikan likuiditas perbankan karena mempunyai tingkat nominal perputaran harian yang sangat besar, di atas EUR 75 miliar dalam tahun 2003. Sementara itu, piranti utama pasar uang yang diperdagangkan adalah (i) *unsecured deposits contracts "tomorrow next"* atau *overnight contracts*, (ii) *repurchase agreements*, yaitu *reverse transactions* yang dijamin dengan surat-surat berharga (*securities*), (iii) *short term forward interest rate agreements* dan *futures*, (iv) *interest rate swaps* yang berjangka waktu satu minggu s/d satu tahun (*commercial paper*) dan (v) *Treasury bills* (*short term government debt securities* dan *options*). Dari piranti-piranti pasar uang di atas, *unsecured deposits contracts* adalah piranti yang paling banyak diperdagangkan.

### Amerika Serikat (*Federal Reserve*)

Dalam melaksanakan kebijakan moneter, Amerika Serikat juga menggunakan tingkat suku bunga pasar uang sebagai target

## Kebijakan moneter bank sentral dan Pasar Uang di beberapa negara

operasional dan sinyal kebijakan (*policy rate*). *Federal Reserve* menggunakan *federal funds rate* (ekuivalen dengan suku bunga PUAB-*overnight rate*) sebagai target untuk mempengaruhi suku bunga jangka menengah dan panjang yang akan berdampak kepada sasaran akhir kebijakan moneter mereka, yaitu stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi, dan penyerapan tenaga kerja .

*Federal funds rate* selain sebagai *official target* operasional, juga sekaligus sebagai *policy rate* yang diputuskan oleh *Federal Open Market Committe* (FOMC) yang bertemu delapan kali setahun. Setiap selesai pertemuan tersebut, FOMC mengeluarkan arahan tertulis kepada *Trading desk* yang memuat antara lain mengenai upaya bank sentral untuk menjaga tingkat *federal funds rate* rata-rata berada pada tingkat target yang telah ditetapkan FOMC (*level policy rate*). Hasil FOMC ini selalu dinantikan oleh pelaku pasar yang akan meresponsnya pada pasar uang domestik dan valas, serta pasar modal.

Perbedaan utama *operating procedure* pengelolaan pasar uang antara *Federal Reserve* dan ECB adalah dalam hal *standing facilities*. Di Amerika Serikat tidak dikenal *standing facility* atau dengan kata lain otoritas moneter tidak mempunyai koridor dari pergerakan tingkat suku bunga pasar uang. Semua *refinancing* di pasar uang Amerika Serikat dilakukan melalui *repurchase agreement* dan *outright OPT* sehingga upaya untuk mengontrol tingkat suku bunga *overnight* dilakukan secara harian. ECB melakukan hal yang sama tidak secara harian, tetapi hanya sekali seminggu, meskipun bila diperlukan ECB akan melakukan OPT yang bersifat *fine tune*.

Pasar uang di Amerika Serikat berperan penting menjadi acuan atau *reference rate* bagi perkembangan tingkat suku bunga di pasar utama lainnya, seperti London, Frankfurt, Hongkong, Singapore. Dilihat dari jenisnya, beberapa piranti pasar uang yang cukup besar volume transaksinya adalah (i) *Commercial papers/CPs*, (ii) *Negotiable bank certificate of deposits*, (iii) *U.S. Treasury bills*, (iv) *Repurchase agreements*, (v) *Eurodollars* (vi) *Federal Funds* dan (vii) *Banker's acceptance negotiable*.

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

Di Amerika Serikat, CP diterbitkan terutama oleh perusahaan-perusahaan besar, seperti *financial companies*, perbankan, serta perusahaan-perusahaan industri. Perusahaan penerbit CP terbesar di Amerika Serikat adalah seperti *General Electric Capital*, *General Motors Acceptance*. Sementara itu, investor terbesar pada CP adalah *Money market mutual funds* dan *commercial bank trust department*, serta *non-financial corporations*, perusahaan asuransi, serta pengelola dana swasta dan pemerintah.

**Tabel 1**  
**Beberapa piranti pasar uang utama di Amerika Serikat**

| Jenis Instrumen   | Outstanding<br>(\$ billions, akhir tahun) |      |      |      |
|---|---|------|------|------|
|   | 1970                                      | 1980 | 1990 | 1999 |
| U.S. Treasury bills   | 81  | 216  | 527  | 653  |
| Negotiable bank certificates of deposit (large denominations) | 55  | 317  | 543  | 837  |
| Commercial paper  | 33  | 122  | 557  | 1258 |
| Banker's acceptances  | 7   | 42   | 52   | 14   |
| Repurchase agreements   | 3   | 57   | 144  | 308  |
| Federal Funds   | 16  | 8    | 61   | 101  |
| Eurodollars   | 2   | 55   | 92   | 160  |

Sumber: Federal Reserve Flow of Funds Accounts : *Federal Reserve Bulletin: Banking and Monetary Statistics 1945-1970; Annual Statistical Digest, 1971-1975; Economic Report of the President.*

Sejak munculnya kasus *the Penn Central Transportation Co* pada tahun 1970 dengan *default* sebesar USD82 juta atas CP yang dikeluarkan perusahaan tersebut, hampir semua CP yang akan diterbitkan harus mendapat peringkat terlebih dahulu dari perusahaan peringkat atau *rating agency* seperti *Moody's Standard & Poor's*, *Duff & Phelps* serta *Fitch*. Semakin tinggi nilai rating perusahaan penerbit CP semakin mahal nilai CP yang diterbitkan. Demikian sebaliknya, semakin tinggi tingkat risiko perusahaan atau semakin rendah rating perusahaan, maka semakin murah harga CP

## Kebijakan moneter bank sentral dan Pasar Uang di beberapa negara

yang diterbitkan tersebut. Dengan adanya rating tersebut, investor akan mendapat informasi mengenai tingkat kualitas risiko CP perusahaan sehingga mereka akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi.

Di samping keharusan mendapat peringkat dari perusahaan peringkat, penerbit CP juga diwajibkan untuk memelihara dana yang siap digunakan untuk melunasi CP yang akan jatuh tempo baik berupa dana kas maupun jaminan pemberian kredit (*bank lines of credit*). Biasanya perusahaan peringkat akan meminta bukti dana jangka pendek yang dimiliki (*short-term liquidity*) oleh perusahaan penerbit CP sebelum melakukan rating terhadap sebuah perusahaan.

Di Amerika Serikat, CP memberikan pendapatan/tingkat suku bunga mendekati tingkat pendapatan *certificate of deposit*. Sementara itu, jika dibandingkan dengan *Treasury bills*, tingkat Yield dari CP lebih tinggi karena CP mempunyai *default risk*.

Meskipun CP mempunyai *default risk*, CP yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan Amerika Serikat relatif jarang yang mengalami *default* karena investor biasanya hanya akan membeli CP yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan besar yang telah mempunyai nama baik atau bonafid, konservatif, dan mempunyai keuntungan yang stabil.

*Federal funds (Fed funds)*, walaupun volume yang diperdagangkan tidak sebesar CP's, *Treasury bills*, *repos*, adalah piranti pasar uang yang cukup penting di Amerika Serikat karena tingkat suku bunga *fed fund* menjadi suku bunga acuan (*reference rate*) utama bagi tingkat suku bunga/diskonto piranti pasar uang lainnya. Secara definisi *Federal funds* adalah saldo rekening giro yang dimiliki bank-bank pada *Federal Reserve* untuk menyelesaikan transaksi keuangan sesama bank (Goodfriend dan Whelpley, 1993). *Federal Reserve* sangat berperan dalam mengarahkan tingkat suku bunga *fed funds* dalam rangka melaksanakan kebijakan moneter.

Ada beberapa ciri utama yang membedakan *Fed fund* dengan piranti-piranti pasar uang lainnya. *Pertama*, *Fed fund* adalah piranti

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

pasar uang jangka pendek yang dapat ditransfer antar bank dalam waktu satu hari. Kedua, *fed fund* dapat dipinjam oleh bank (*depository institution*) yang mempunyai rekening giro pada *Federal Reserve*.

*Supply* dan *demand* dari *Fed fund* terjadi secara efisien melalui sistem perbankan; bank-bank yang mempunyai kelebihan *reserve* di atas giro wajib minimum mempunyai insentif untuk meminjamkan dana semalam (*overnight*) kepada bank-bank yang mempunyai *reserve* di bawah jumlah yang telah ditetapkan oleh *Federal Reserve*. Pinjam-meminjam yang terjadi pada pasar *Federal funds* dilakukan secara kompetitif dan tingkat suku bunga yang terbentuk dinamakan *Fed fund rate*.

### Inggris (*Bank of England*)

Didalam menentukan kebijakan moneter, *Bank of England* melakukan pertemuan bulanan yang dinamakan *Monetary Policy Committee* (MPC). Pertemuan MPC akan menentukan arah operasi pasar terbuka dengan menetapkan tingkat *repo rate* (*fix tender*) yang jatuh tempo dua minggu sebagai *policy rate*. Selain untuk menentukan OPT, MPC juga tertarik untuk mengetahui ekspektasi pelaku pasar uang terhadap tingkat suku bunga masa datang. Dengan mengetahui ekspektasi pelaku pasar, MPC akan lebih mudah mengambil keputusan yang tepat melalui OPT mengenai arah kebijakan moneter yang harus diambil.

*Forward rates* biasanya digunakan sebagai ukuran untuk mengetahui ekspektasi pasar terhadap tingkat suku bunga masa datang. Estimasi *forward rates* dilakukan *Bank of England* melalui berbagai piranti pasar keuangan yang ada seperti *general collateral repo agreements*, *interbank loans*, *short sterling futures contract*, dan *swaps contracts* dari *sterling overnight interest rate average* (SONIA). Namun, karena piranti-piranti pasar uang ini mempunyai *term premia* yang berbeda-beda akibat tingkat suku bunga yang tidak

## Kebijakan moneter bank sentral dan Pasar Uang di beberapa negara

pasti, serta investor cenderung berperilaku menghindari risiko, maka *forward rates* yang terbentuk tidak persis sama dengan ekpektasi pelaku pasar terhadap suku bunga masa datang.

### ***Beberapa piranti pasar uang di Inggris :***

#### **1) General collateral sale and repurchase agreements (GC Repo)**

*General collateral sale and repurchase agreements* adalah piranti pasar uang yang merupakan pertukaran secara sementara antara uang kas dengan jaminan obligasi Pemerintah. Transaksi kedua pihak tersebut untuk jangka waktu pendek. *General collateral sale and repurchase agreements* merupakan piranti pasar uang yang mempunyai karakteristik hampir sama dengan tingkat repo *Bank of England (BoE)*, dan hampir mendekati *risk free rate*. *General collateral sale and repurchase agreements* digunakan oleh para pelaku pasar untuk sarana spekulasi mengenai perubahan tingkat suku bunga di masa depan. Sementara itu, bank-bank kecil menggunakan piranti ini untuk mengelola posisi likuiditas harian mereka; Jangka waktu GC yang aktif diperdagangkan di pasar uang adalah yang berjangka waktu di bawah satu tahun.

Tingkat perputaran harian GC repo ini sekitar 20 juta pound dengan aktivitas yang terkonsentrasi pada jangka waktu tertentu. Sembilan puluh persen perputaran terjadi pada jangka waktu antara satu sampai dengan delapan hari, enam persen perputaran terjadi sampai dengan satu bulan dan hanya empat persen perputaran terjadi pada GC yang mempunyai jangka waktu diatas satu bulan.

#### **2) Interbank Loan**

*Interbank loan* adalah pinjaman kas ketika si peminjam menerima sejumlah besar uang baik pada saat *call* atau untuk periode waktu tertentu, dengan tingkat bunga yang disepakati. Pinjaman tersebut tidak untuk diperdagangkan. *The British Banker's Association (BBA)* *London interbank offer rate (Libor)* dihitung berdasarkan tingkat

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

suku bunga rata-rata menengah dari 16 institusi keuangan di London. Tingkat suku bunga *Libor* menjadi salah satu acuan tingkat suku bunga lainnya dan suku bunga pinjaman internasional.

Tingkat perputaran dari *interbank loan* sekitar 160 juta pound, sedikit lebih besar bila dibandingkan dengan piranti GC. Sama seperti GC, aktivitas piranti ini terkonsentrasi pada tingkat yang mempunyai jatuh tempo kurang dari satu bulan, tetapi para pelaku pasar melaporkan bahwa piranti ini mempunyai tingkat likuiditas sampai dengan tiga bulan.

### 3) Short sterling futures

*Short sterling futures* adalah kontrak *futures* yang diselesaikan dengan tingkat suku bunga tiga bulan LIBOR BBA (*British Bankers Association*). Kontrak pada piranti ini distandardisasikan dan diperdagangkan antara anggota *London International Financial Futures and Option Exchange* (LIFFE). Kontrak yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi dan banyak diperdagangkan biasanya untuk transaksi secara triwulanan dengan jangka waktu pada bulan Maret, Juni, September, dan Desember.

Piranti ini banyak dipergunakan oleh para pelaku pasar untuk mengetahui tingkat ekspektasi dari tingkat suku bunga jangka pendek. Namun, ada dua hal yang menjadikan piranti ini sulit dikaitkan dengan tingkat *repo* Bank of England (BoE). *Pertama*, *Short sterling futures* mengindikasikan ekspektasi tiga bulan setelah kontrak berakhir sehingga piranti ini tidak tepat dalam menggambarkan tingkat *repo* BoE. *Kedua*, tingkat suku bunga LIBOR biasanya didasarkan pada pinjaman yang tidak memiliki jaminan pada pasar antarbank sehingga konsekuensinya adalah tingkat bunga yang terjadi mengandung *credit premia* untuk menggambarkan kemungkinan terjadinya *default*. Kondisi ini mengakibatkan ekpektasi dari tingkat *futures* antarbank akan lebih tinggi daripada tingkat *repo* BoE.

Perputaran harian *Short sterling futures* sekitar 45 juta pound dan total bunga pada semua kontrak sekitar 385 juta pound. Kontrak ini

## Kebijakan moneter bank sentral dan Pasar Uang di beberapa negara

sangat likuid untuk jangka waktu satu tahun dan biasanya diperpanjang hingga dua tahun.

### 4) Forward Rate Agreements (FRAs)

FRA merupakan piranti yang menggambarkan kontrak antara dua pihak atau '*over the counter*' (OTC) ketika mereka sepakat untuk melakukan pertukaran perbedaan antara tingkat suku bunga yang disepakati dengan tingkat suku bunga LIBOR pada tingkat *maturity* tertentu untuk masa yang akan datang. Dalam piranti ini tidak ada pinjaman yang terjadi dan komitmen untuk meminjamkan dana; transaksi yang dibayar berdasarkan perbedaan tingkat suku bunga dikaitkan dengan jumlah nominal yang diperjanjikan. FRA tidak mempunyai pasar sekunder.

### 5) Swaps

Kontrak tingkat suku bunga *swaps* adalah kesepakatan antara dua pihak untuk melakukan pertukaran pembayaran bunga tetap dengan pembayaran dengan bunga mengambang atas pinjaman yang sama. Ada dua macam bunga mengambang yang biasa digunakan pada pasar swap, yakni *Sterling Overnight Interest Rate Average* (SONIA) dan tingkat suku bunga LIBOR enam bulan.

*Sterling Overnight Interest Rate Average* adalah tingkat suku bunga rata-rata yang dibobot dengan volume dari *unsecured overnight sterling deposits* yang diperdagangkan atau ditransaksikan sebelum pukul tiga sore di antara tujuh anggota *Wholesale Money Brokers's Association* di London. *Sterling Overnight Interest Rate Average swaps* juga digunakan sebagai piranti untuk spekulasi atau lindung nilai (*hedge*) atas pergerakan tingkat suku bunga jangka pendek. *Sterling Overnight Interest Rate Average* yang diperdagangkan biasanya yang mempunyai jatuh tempo antara satu minggu sampai dua tahun.

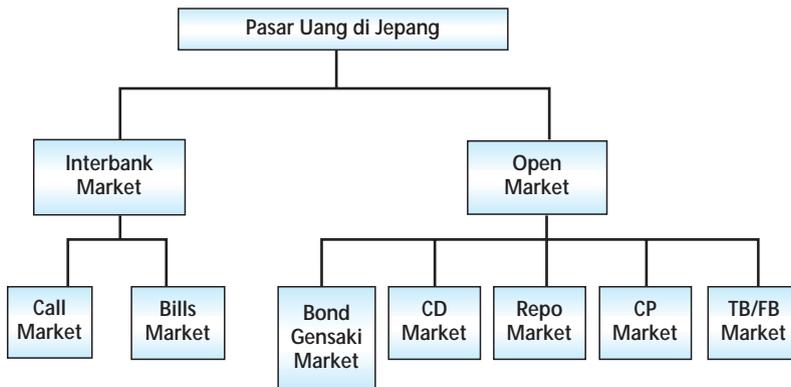
Perputaran harian pada pasar SONIA *swap* sedikit lebih kecil bila

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

dibandingkan dengan piranti-piranti pasar uang yang lain. Kontrak paling likuid terjadi pada jangka kontrak dengan *maturity* sampai dengan tiga bulan.

### Jepang (*Bank of Japan*)

Seperti pada negara-negara lain, pasar uang di Jepang mempunyai peranan yang penting dalam perekonomian, yaitu (1) sebagai sarana untuk mencari investasi dana jangka pendek bagi lembaga keuangan dan pembiayaan serta (2) sebagai sarana untuk mengimplementasikan kebijakan moneter melalui operasi pasar terbuka. Sehubungan dengan hal tersebut, Bank Sentral Jepang bekerja sama dengan lembaga-lembaga keuangan dan pihak terkait lainnya selalu berupaya untuk mengembangkan dan memperbaiki pasar uang, serta menjaga agar mekanisme pasar dalam transaksi pasar uang tetap lancar.



Bagan 3. Pasar Uang di Jepang

Pasar uang di Jepang dapat dikelompokkan kedalam dua kategori, yaitu *interbank market* dan *open market*. Pelaku-pelaku di *interbank market* adalah lembaga-lembaga keuangan, sementara pelaku utama di *open market* adalah lembaga keuangan non bank dan pemerintah daerah.

## Kebijakan moneter bank sentral dan Pasar Uang di beberapa negara

*Interbank market* meliputi *call market* dan *bills market*. *Call market* sangat penting bagi kebijakan moneter karena pada pasar ini lembaga-lembaga keuangan menentukan berapa posisi saldo giro mereka pada bank sentral dan pasar ini sebagai sarana *Bank of Japan* untuk menetapkan target suku bunga yang ingin dicapai dalam rangka mencapai stabilitas harga. Ada dua jenis transaksi yang terjadi pada *call market*, yaitu untuk surat-surat berharga yang terjamin seperti surat-surat berharga jangka pendek, di bawah setahun yang diterbitkan Pemerintah (*Bills*) dan surat-surat berharga Pemerintah jangka panjang (*Japanese Government Securities/JGSs*) dan *uncollateralized*. Transaksi-transaksi yang dilakukan pada *call market* umumnya dikelola melalui perusahaan-perusahaan pialang (*Tanshi companies*). Namun, akhir-akhir ini transaksi secara langsung antara kedua pelaku juga mulai berkembang.

Sementara itu, *open market* terdiri dari :

- (a) *Bond gensaki market* yaitu pasar tempat Surat-surat berharga Pemerintah (*JGSs*) dan surat-surat berharga lainnya diperdagangkan dengan metode *resale* dan *repurchase agreement*.
- (b) *Repo market*, yaitu pasar yang memperdagangkan obligasli Pemerintah (*JGBs*) dan sekuritas lainnya dipinjam dengan *cash collateral*.
- (c) *Certificate of Deposit (CDs) market*, yaitu pasar tempat *CDs* yang diterbitkan oleh lembaga-lembaga keuangan diperdagangkan.
- (d) *Commercial paper (CPs) market*, yaitu pasar tempat *CP* yang diterbitkan oleh lembaga keuangan nonbank diperdagangkan.
- (e) *Treasury Bills (TB)/Financing Bills (FB)* yaitu pasar tempat yang diperdagangkan adalah *Treasury Bills* dan *Financing Bills* secara *outright* dan *repurchase agreements*. Pasar ini berkembang dengan pesat terutama setelah Pemerintah memperkenalkan sistem lelang pada tahun 1999.

**Peran *Tanshi companies* dan *Securities Finance Companies* pada Pasar Uang**

*Tanshi companies* dan *Securities Finance Companies* mempunyai peranan yang cukup penting sebagai perantara dan penjamin dari penerbitan surat-surat berharga pasar uang di Jepang. Ada dua macam *Tanshi companies* di pasar uang Jepang, yaitu *money market broker-cum dealers* dan *foreign exchange brokers*. *Money market broker-cum dealers* memberikan jasa perantara pada pasar uang. Mereka berperan sebagai *dealers* pada transaksi-transaksi *call money*, *Government bill*, *CD*, *CP*, *TB*, serta *FB*, dan sekaligus sebagai *principal* bagi lembaga-lembaga keuangan yang ingin meminjam atau meminjamkan, membeli atau menjual surat-surat berharga pada pasar uang. Sebagai *dealers* *Tanshi companies* mempertemukan antara pembeli dan penjual piranti-piranti pasar uang dan untuk itu mereka mendapatkan *fee*. Sementara itu, *foreign exchange brokers* memberikan pelayanan jasa transaksi valuta asing *interbank* di pasar uang valas.

*Securities finance companies*, yang mendapatkan lisensi dari *Securities Exchange Law*, memberikan pelayanan jasa dalam penyediaan dana serta menjaga kelancaran penerbitan dari saham dan obligasi. Perusahaan ini juga bertindak sebagai penjamin atas penerbitan *bond-collateralized* dan memberikan pinjaman kepada perusahaan *securites* yang melakukan kegiatan *margin trading* untuk nasabah mereka.

Mekanisme kerja pengendalian pasar uang di *Bank of Japan (BOJ)* adalah relatif sama dengan sistem pada *Federal Reserve*. Bank of Japan menggunakan *Overnight rate inter bank* sebagai *policy rate* yang sekaligus juga sebagai suku bunga pasar yang digunakan sebagai target operasional (*operating target*).

Dalam beberapa tahun terakhir, BOJ menerapkan strategi operasional kebijakan moneter yang berbeda dengan strategi bank sentral lain dalam mengarahkan perkembangan tingkat suku bunga jangka pendek, yaitu dengan mengarahkan suku bunga mendekati 0%. Kebijakan *zero interest rate* ini dimulai pada Februari 1999

## Gambaran Umum Perbankan Syariah

dengan tujuan melonggarkan likuiditas dalam perekonomian, serta menurunkan suku bunga *overnight rate* serendah mungkin sebagai upaya untuk mengatasi deflasi yang dialami perekonomian Jepang dalam beberapa tahun belakang. Kebijakan *zero interest rate* ini diakhiri pada Agustus 2000.

Untuk pengendalian pasar uang, BOJ menggunakan berbagai piranti, antara lain *minimum reserves*, dan operasi pasar terbuka (OPT). Di samping itu, suku bunga diskonto juga digunakan sebagai piranti, tetapi hanya digunakan secara *discretion*, tidak otomatis atas permintaan bank-bank. Jadi, BOJ tidak menggunakan *standing facility* untuk *mensmoothkan* perubahan suku bunga jangka pendek. Karena BOJ menggunakan *policy rate (overnight rate)* dan *operating target*, stabilisasi tingkat suku bunga *overnight* dilakukan dengan melaksanakan OPT setiap hari, seperti *Bank of England*.

**Tabel 2**  
**Perkembangan Piranti Pasar Uang di Jepang<sup>1</sup>**

(Angka Akhir tahun dalam Yen)

| Bunga                          | 1985            | 1990            | 1995             | 1996             | 1997             | 1998             | 1999             | Akhir Maret 2000 |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Interbank Market (A)</b>    | 19,8            | 41,1            | 48,5             | 51,0             | 49,6             | 59,3             | 25,0             | 31,3             |
| Call                           | 5,1             | 24,0            | 38,6             | 39,9             | 39,3             | 33,6             | 21,9             | 26,0             |
| Market <sup>2</sup>            | (0,8)           | (12,3)          | (29,3)           | (30,5)           | (30,6)           | (23,8)           | (12,5)           | (12,4)           |
| Bills                          | 14,7            | 17,1            | 9,9              | 11,1             | 10,3             | 25,7             | 3,1              | 5,3              |
| Market <sup>3</sup>            | (9,4)           | (10,2)          | (0,3)            | (0,1)            | (0,2)            | (0,1)            | (0,0)            | (0,0)            |
| <b>Open Market (B)</b>         | 14,3            | 49,9            | 59,3             | 68,5             | 112,4            | 131,6            | 192,0            | 213,0            |
| Gensaki                        | 4,6             | 6,6             | 11,1             | 11,9             | 10,0             | 11,5             | 20,8             | 29,1             |
| CDs                            | 9,7             | 18,9            | 24,3             | 32,0             | 38,6             | 39,1             | 35,5             | 42,6             |
| CP                             | ...             | 15,8            | 10,5             | 10,8             | 12,0             | 18,1             | 22,2             | 16,4             |
| TBs                            | ...             | 7,6             | 12,8             | 12,9             | 13,1             | 15,2             | 27,5             | 33,6             |
| FBs                            | 0,0             | 1,0             | 0,6              | 0,9              | 0,0              | 0,0              | 38,4             | 44,2             |
| Repos                          | ...             | ...             | ...              | n.a.             | 38,7             | 47,7             | 47,6             | 47,1             |
| <b>Total (A+B)<sup>4</sup></b> | 34,1<br>(10,6%) | 91,0<br>(21,2%) | 107,8<br>(22,3%) | 119,5<br>(23,9%) | 162,0<br>(31,9%) | 190,9<br>(38,4%) | 217,0<br>(43,8%) | 244,3<br>(49,5%) |

Notes :

1. "n.a." berarti data tidak tersedia, "..." berarti sel tidak *applicable*
2. Angka-angka dalam kurung menunjukkan jumlah *outstanding* dari transaksi *uncollateralized call*
3. Angka dalam kurung menunjukkan jumlah yang *outstanding* dan transaksi-transaksi diluar *bill* bank sentral
4. Angka dalam kurung menunjukkan persentase dari GDP nominal

## Pasar Uang di Indonesia

### Piranti

Perkembangan pasar uang di Indonesia relatif agak berarti setelah Pemerintah melakukan deregulasi sektor keuangan tahun 1988. Sejak saat itu, piranti pasar uang mulai beragam dan berkembang sesuai dengan kebutuhan pasar uang. Beberapa piranti pasar uang yang utama, antara lain Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Surat-surat berharga pasar uang (SBPU), promes, wesel, Pasar Uang Antarbank (PUAB), *Certificate Deposit* (CD), dan surat berharga komersial (*Commercial Paper/CPs*).

### *Promes dan wesel*

Promes adalah surat sanggup bayar dalam jumlah, tanggal, dan jangka waktu tertentu yang diterbitkan oleh yang terhutang (*issuer*). Sedangkan wesel adalah surat tagih kepada debitur yang diterbitkan oleh penarik (kreditur) dalam jumlah, tanggal dan jangka waktu tertentu dan harus diaksep oleh tertarik. Promes dan wesel tersebut masing-masing tunduk kepada Kitab Undang-undang Hukum Dagang (KUHD) pasal 174 dan pasal 100.

Warkat promes di samping digunakan sebagai piranti pasar uang antarbank, juga dapat digunakan sebagai jaminan tambahan dari nasabah debitur atas setiap penarikan kredit yang dilakukan. Sedangkan wesel, lazim dipergunakan sebagai salah satu piranti pembayaran dalam transaksi dagang.

### *Sertifikat Deposito (CD)*

- Sertifikat Deposito adalah surat berharga atas unjuk dalam Rupiah yang merupakan surat pengakuan hutang dari bank yang dapat diperjualbelikan di pasar uang (SK Direksi BI No. 21/48/KEP/DIR dan SE BI No. 21/27/UPG masing-masing tanggal 27 Oktober 1988). Sertifikat Deposito hanya dapat diterbitkan dalam Rupiah dengan

nilai nominal sekurang-kurangnya Rp 1 juta. Jangka waktu CD ditetapkan sekurang-kurangnya 30 hari dan selama-lamanya 24 bulan. Sertifikat Deposito dapat dipindahtanggankan dengan cara penyerahan. Sertifikat Deposito yang mempunyai jatuh tempo sampai dengan 12 bulan dapat digolongkan sebagai piranti pasar uang, sedangkan CD yang mempunyai jatuh tempo lebih dari setahun masuk ke piranti pasar modal.

- Di samping sebagai piranti pasar uang, CD juga merupakan sarana pengerahan dana bagi perbankan. Sertifikat Deposito ditransaksikan antara penjual dan pembeli secara diskonto. CD hanya dapat diuangkan/ditagihkan oleh pembawa kepada bank penerbit CD setelah CD jatuh waktu.

Untuk melindungi kepentingan pemegangnya, maka sesuai pengaturan tersebut di atas, CD diatur mengenai bentuk, isi dan redaksinya, antara lain mencantumkan klausul pada halaman belakang, yaitu penerbit menjamin CD dengan seluruh harta dan piutangnya.

### ***Sertifikat Bank Indonesia (SBI)***

Sertifikat Bank Indonesia merupakan surat berharga atas unjuk dalam Rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan hutang berjangka waktu pendek dengan sistem diskonto. Selain dipergunakan sebagai piranti kebijakan moneter untuk mempengaruhi likuiditas bank-bank, SBI juga dimaksudkan untuk mendorong pengembangan pasar uang. Sejak krisis keuangan 1997, SBI menjadi alternatif utama perbankan untuk menempatkan dana mereka karena perbankan masih belum berani untuk mengambil risiko dalam penyaluran kredit ke dunia usaha.

Penerbitan SBI dapat dilakukan dengan mekanisme lelang maupun nonlelang. Pembeli SBI pada saat penerbitan (pasar perdana) adalah bank dan pihak lain yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Namun, saat ini hanya bank yang dapat membeli SBI di pasar perdana melalui mekanisme lelang. Hal ini dimaksudkan untuk lebih

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

menunjukkan fungsi SBI sebagai instrumen moneter yang mempengaruhi jumlah likuiditas di pasar uang melalui perubahan jumlah saldo giro bank di Bank Indonesia. Masyarakat umum yang ingin memiliki SBI dapat memperolehnya di pasar sekunder.

Sertifikat Bank Indonesia diterbitkan dengan sistem diskonto dan tanpa warkat (*scripless*) dengan penyelesaian transaksi dilakukan satu hari kerja berikutnya (*one-day settlement*). Satuan unit SBI adalah sebesar Rp1 juta dengan transaksi terkecil di pasar perdana ditetapkan sebesar 1.000 unit atau Rp1 milyar. Jangka waktu SBI terdiri dari 1, 2, 3, 6, dan 12 bulan. Saat ini, jangka waktu yang tersedia hanya untuk jangka waktu satu bulan dan tiga bulan. Selain karakteristik tersebut, SBI dapat digunakan sebagai agunan.

**Tabel 3**  
**Piranti Pasar Uang di Indonesia**

| Jenis Instrumen   | Karakteristik  | Penerbit         |
|---|--|------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Promes</li> </ul>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Surat Pengakuan Hutang</li> <li>- Diterbitkan debitur</li> <li>- Dapat dipindahtanggankan (endosemen)</li> <li>- Umumnya dipakai bank dalam PUAB</li> </ul>   | Perusahaan, Bank |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Wesel</li> </ul>                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Jangka waktu 1 hari s.d. 90 hari</li> </ul>   | Perusahaan, Bank |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sertifikat Deposito (CDs)</li> </ul>           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Surat Tagih</li> <li>- Diterbitkan oleh kreditur dan disetujui debitur</li> <li>- Dapat dipindahtanggankan</li> <li>- Bukti hutang pihak penerbit (bank)</li> </ul>   | Bank             |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sertifikat Bank Indonesia (SBI)</li> </ul>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Surat berharga atas unjuk</li> <li>- Bunga dibayar di muka</li> <li>- Dapat dipindahtanggankan</li> <li>- Surat hutang (jangka pendek)</li> <li>- Instrumen moneter (kontraksi moneter)</li> <li>- Sarana penanaman dana perbankan</li> </ul> | Bank Indonesia   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Surat Berharga Pasar Uang (SBPU) *)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Surat berharga atas nama (jangka pendek)</li> <li>- Diperdagangkan secara diskonto</li> <li>- Bentuk warkat (wesel dan promes)</li> <li>- Dapat dipindahtanggankan</li> </ul>   | Bank Indonesia   |

## Pasar Uang di Indonesia

| Jenis Instrumen   | Karakteristik  | Penerbit   |
|---|--|------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Surat Berharga Komersial (CPs)</li> </ul>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Surat sanggup (tanpa jaminan)</li> <li>- Penerbit bukan bank</li> <li>- Diperdagangkan melalui bank atau perusahaan efek</li> <li>- Bank tidak boleh sebagai penjamin</li> </ul>  | Perusahaan |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Banker's Acceptance (BA)</li> </ul>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Wesel jangka pendek</li> <li>- Pihak kreditur (eksportir)</li> <li>- Pihak debitur (importir)</li> <li>- Ada akseptasi oleh bank (diatur UCP 500)</li> <li>- Untuk transaksi perdagangan LN dan DN</li> <li>- Diperdagangkan secara diskonto</li> </ul>           | Importir   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Surat Perbendaharaan Negara (SPN)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Surat hutang (jangka pendek)</li> <li>- Diterbitkan oleh pemerintah</li> <li>- Dalam bentuk warkat atau tanpa warkat (scripless)</li> <li>- Diterbitkan dalam bentuk yang diperdagangkan atau dalam bentuk yang tidak diperdagangkan di pasar sekunder</li> </ul> | Pemerintah |

\*) SBPU telah dihapuskan sejak dikeluarkannya SK Direksi Bank Indonesia No. 31/67/KEP/DIR tanggal 23 Juli 1998

### ***Prosedur Lelang SBI***

Bank Indonesia mengadakan lelang SBI setiap hari Rabu atau hari kerja berikutnya apabila hari Rabu adalah hari libur. Walaupun demikian, Bank Indonesia dapat mengadakan lelang pada hari kerja lain apabila diperlukan. Berkaitan dengan pelaksanaan tersebut, Bank Indonesia mengumumkan target kuantitas lelang berupa target indikatif selambat-lambatnya pada satu hari kerja sebelum pelaksanaan lelang.

Transaksi lelang SBI di pasar perdana dilakukan dengan menggunakan sarana Bank Indonesia – *Scripless Securities Settlement System* (BI-SSSS) secara *on-line* dan *real time*. Peserta lelang mengajukan penawaran yang terdiri dari tingkat diskonto dan nominal. Peserta yang tidak memiliki sarana BI-SSSS masih dapat mengikuti transaksi lelang SBI melalui pialang pasar uang dan valuta

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

asing serta perantara pedagang efek yang ditunjuk oleh Bank Indonesia yang telah memiliki sarana BI –SSSS. Penawaran nominal lelang sekurang-kurangnya sebesar Rp1 miliar dengan kelipatan Rp100 juta, sementara penawaran diskonto adalah dengan kelipatan 0,0625%.

Penetapan pemenang dilakukan dengan sistem *Stop-Out Rate* (SOR). *Stop-Out Rate* adalah tingkat diskonto tertinggi yang dihasilkan dari lelang dalam rangka mencapai target kuantitas SBI yang akan dijual Bank Indonesia. Dalam menetapkan pemenang lelang tersebut, pertama-tama penawaran yang masuk diurut berdasarkan tingkat diskonto dari yang terendah sampai yang tertinggi. Pemenang lelang dimulai dari peserta dengan penawaran tingkat diskonto yang terendah sampai dengan kumulatif kuantitas yang ingin diserap tercapai.

Disamping melakukan lelang SBI secara reguler, Bank Indonesia juga melaksanakan operasi pasar terbuka sewaktu-waktu untuk mempengaruhi likuiditas perbankan secara jangka pendek pada waktu, jumlah dan harga transaksi yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Transaksi ini dinamakan *Fine Tune Operation*. Piranti yang diperdagangkan adalah SBI dan surat utang negara (SUN).

### ***Pasar Uang AntarBank (PUAB) Rupiah***

PUAB adalah sarana pinjam meminjam yang dilakukan oleh antarbank dengan menggunakan telepon atau melalui *Reuter*. Setiap bank peminjam akan menerbitkan promes, sedangkan bank pemberi akan menerbitkan nota kredit. Pada mulanya PUAB diperkenalkan dengan tujuan untuk mengatasi likuiditas bagi bank yang kalah kliring. Namun, dalam perkembangannya PUAB tidak hanya terbatas untuk menutup kekalahan kliring, tetapi juga dapat dimanfaatkan untuk penanaman dana bagi bank yang kelebihan dana. Jangka waktu PUAB biasanya O/N (1 hari) s.d. 90 hari.

Mekanisme PUAB diawali dengan adanya pemberian limit antara bank dengan bank lain. Dalam memberikan limit, satu bank akan

memperhatikan total aset, tingkat kesehatan bank, kemampuan likuiditasnya, manajemen, dan hubungan kerja (grup/nongrup). Setelah ada limit, dapat dilakukan *deal* antara sesama *dealer*. Dalam melakukan *deal* para *dealer* akan memperhatikan likuiditas yang ada di pasar dan risiko yang akan dialami oleh bank pemberi pinjaman.

Dalam praktek, PUAB dapat dibagi dalam tiga kelompok, yaitu PUAB rupiah, PUAB valas, dan PUAS (pasar uang antarbank berdasarkan prinsip syariah). Sesuai dengan namanya perbedaan antara PUAB rupiah dan valas hanya terletak pada jenis valuta yang digunakan dalam transaksi. Dalam PUAB valas, jenis valuta yang digunakan adalah dolar AS. Dalam PUAB rupiah dan valas kompensasi yang diberikan kepada bank pemberi adalah berupa bunga.

Semua transaksi PUAB harus dilaporkan oleh bank pemberi dan bank peminjam kepada Bank Indonesia melalui sarana elektronik yang disebut Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU). Dengan demikian, transaksi yang dilaporkan secara tidak *balance* dapat segera diketahui. Melalui PIPU semua transaksi yang terjadi dapat dipantau oleh Bank Indonesia sehingga dapat diketahui besarnya transaksi PUAB yang terjadi setiap harinya. Khusus untuk PUAB rupiah dan valas, tinggi- rendahnya suku bunga yang terbentuk juga dapat menjadi indikator keketatan likuiditas di pasar. Hal ini berguna bagi Bank Indonesia dalam rangka melaksanakan kebijakan moneter.

Sejak Juli 1998 Pemerintah melalui Bank Indonesia menyediakan penjaminan atas seluruh nilai transaksi yang terjadi di PUAB. Berdasarkan PBI No.6/11/2004, bank dapat menetapkan sendiri suku bunga PUAB berdasarkan suku bunga pasar. Dalam rangka Program Penjaminan, bagi bank yang memberikan suku bunga PUAB lebih tinggi daripada batas maksimum suku bunga yang ditetapkan, Pemerintah hanya menjamin PUAB sebesar pokok pinjaman ditambah bunga sesuai suku bunga maksimum yang ditetapkan. Maksimum suku bunga PUAB dalam Rupiah tersebut ditetapkan sebesar rata-rata tertimbang suku bunga PUAB *overnight* dalam Rupiah dari bank-bank anggota JIBOR yang ditetapkan oleh Bank Indonesia selama satu bulan sebelumnya. Sementara itu, maksimum suku bunga PUAB *overnight*

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

dalam valuta asing US Dollar ditetapkan sebesar rata-rata tertimbang suku bunga PUAB dalam valuta asing US Dollar dari bank-bank anggota JIBOR yang ditetapkan oleh Bank Indonesia.

PUAS adalah kegiatan investasi jangka pendek dalam rupiah antar peserta pasar berdasarkan prinsip Mudharabah. Mudharabah adalah perjanjian antara penanam dana dan pengelola dana untuk melakukan kegiatan usaha guna memperoleh keuntungan, dan keuntungan tersebut akan dibagikan kepada kedua belah pihak berdasarkan nisbah yang telah disepakati sebelumnya. Berbeda dengan PUAB rupiah dan valas, dalam PUAS kompensasi yang diberikan adalah berupa nisbah atas hasil keuntungan yang telah disepakati sebelumnya berdasarkan perjanjian mudharabah. Piranti yang digunakan dalam PUAS saat ini masih terbatas, yaitu Sertifikat Investasi Mudharabah (IMA). Sertifikat IMA yang belum jatuh waktu dapat dipindah tangankan kepada bank lain hanya sebanyak satu kali.

Peserta dari PUAS adalah bank konvensional dan bank syariah. Bank syariah dapat melakukan penanaman dan pengelolaan dana. Sementara itu, bank konvensional hanya dapat melakukan penanaman dana saja.

### ***Surat Berharga Pasar Uang (SBPU)***

- SBPU adalah surat berharga jangka pendek dalam Rupiah yang dapat diperjualbelikan secara diskonto di pasar uang (SK Direksi BI No. 21/53/KEP/DIR tgl. 27 Oktober 1988 tentang Perdagangan Surat Berharga Pasar Uang). Ditinjau dari segi warkatnya, SBPU terdiri dari surat sanggup (aksep atau promes) sebagaimana diatur dalam pasal 174 KUHD dan surat tagih (wesel) seperti diatur dalam pasal 100 KUHD.
- Namun demikian tidak semua promes dan wesel dapat dikatakan SBPU. Promes yang dapat dikatakan SBPU adalah promes yang diterbitkan oleh nasabah dalam rangka penerimaan kredit dari

bank untuk membiayai kegiatan tertentu dan promes yang diterbitkan oleh bank dalam rangka pinjaman antara bank. Sedangkan kriteria wesel adalah wesel yang ditarik oleh suatu pihak dan diaksep oleh pihak lain dalam rangka transaksi tertentu serta wesel yang diaksep oleh bank dalam rangka pemberian kredit kepada nasabahnya.

- Secara umum SBPU merupakan piranti alat ekspansi moneter dalam rangka pelaksanaan operasi pasar terbuka, di samping pula sebagai piranti pengembangan pasar uang terutama di pasar sekunder. Apabila bank sedang mengalami kesulitan likuiditas atau Bank Indonesia perlu menambah likuiditas perekonomian, maka Bank Indonesia dapat membeli SBPU tersebut dari bank-bank. Jangka waktu SBPU yang dapat dijual kepada Bank Indonesia ditetapkan minimal 30 hari dengan nilai nominal sekurang-kurangnya Rp 25 juta sampai dengan maksimum Rp 10 milyar dengan kelipatan Rp 5 juta.
- Sejak 1988 SBPU tidak diperbolehkan lagi karena pada waktu itu banyak terjadi penyalahgunaan dari piranti dimaksud.

### ***Surat Berharga Komersial (Commercial Paper/CP)***

- Pengertian CP sesuai pengaturan yang dikeluarkan Bank Indonesia adalah surat sanggup tanpa jaminan yang diterbitkan oleh perusahaan bukan bank dan diperdagangkan melalui bank atau perusahaan efek, berjangka waktu pendek, dan diperdagangkan dengan sistem diskonto. Persyaratan penerbitan dan perdagangan surat berharga komersial (khususnya melalui bank umum) di Indonesia diatur melalui Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia No. 28/49/KEP/DIR dan Surat Edaran Bank Indonesia No. 28/52/UPG masing-masing tanggal 11 Agustus 1995 serta Surat Edaran Bank Indonesia No. 28/151/UPG tanggal 31 Januari 1996 tentang pemberlakuan persyaratan pemeringkatan atas surat berharga

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

komersial (CP) melalui bank umum di Indonesia.

- Ketentuan CP ini terutama diarahkan untuk memberikan keseragaman pedoman bagi pasar dan upaya untuk memberikan perlindungan bagi pemodal (investor) serta untuk mengurangi kemungkinan risiko yang ditanggung bank sesuai dengan prinsip kehati-hatian (*prudential banking*) mengingat keterlibatan perbankan Indonesia yang sangat besar baik dalam jasa penerbitan maupun perdagangan CP.
- Kegiatan penerbitan dan perdagangan CP dapat dilakukan tanpa melibatkan jasa bank, kecuali untuk fungsi sebagai agen pembayar. Dengan demikian, selain dapat digunakan jasa bank umum, CP dapat diterbitkan dan diperdagangkan dengan menggunakan jasa perusahaan efek, khususnya sebagai pengatur penerbitan (*arranger*), agen penerbit (*issuing agent*), dan pedagang efek (*dealer*). Dengan menunjukan bank umum sebagai agen pembayar, maka CP yang diterbitkan maupun yang diperdagangkan tersebut diharuskan memenuhi ketentuan sebagaimana tersebut di atas.
- *Commercial Paper* yang diterbitkan dan diperdagangkan melalui perbankan harus memenuhi persyaratan antara lain :
  - berjangka waktu paling lama 270 hari;
  - diterbitkan oleh perusahaan bukan bank yang berbadan hukum Indonesia; dan
  - memperoleh peringkat (*rating*) yang termasuk dalam kualitas investasi (*investment grade*) sebagaimana ditetapkan oleh lembaga pemeringkat efek dalam negeri yang telah mendapat izin dari Bapepam (saat ini adalah PT Pefindo).
- Dalam ketentuan CP tersebut, terdapat hal-hal pokok yang perlu diperhatikan, yaitu :
  - Bank yang bertindak sebagai pengatur penerbitan, agen penerbit, agen pembayar, pedagang efek, atau pemodal dalam perdagangan CP adalah bank yang dalam 12 bulan terakhir

memiliki tingkat kesehatan dan permodalan yang tergolong sehat.

- Pembelian CP oleh bank untuk kepentingan sendiri diperlakukan sebagai pembelian surat berharga dan pembelian tersebut tidak dapat diperhitungkan sebagai angsuran atau pelunasan kredit, baik secara langsung maupun tidak langsung, yang telah diberikan kepada penerbit CP.
- Bank dilarang bertindak sebagai pengatur penerbitan, agen penerbit, agen pembayar, atau pemodal atas penerbitan CP dari perusahaan yang merupakan anggota grup/kelompok bank yang bersangkutan dan dari perusahaan yang pada saat merencanakan penerbitan CP mempunyai pinjaman yang termasuk diragukan dan macet.
- Bank dilarang menjadi penjamin penerbitan CP.

### **Bankers' Acceptance (BA)**

- BA adalah wesel berjangka yang ditarik oleh eksportir (*beneficiary*) dan yang menjadi debitur (tertarikannya) adalah importir (*applicant*) yang diakseptasi oleh bank, diterbitkan dalam rangka pembiayaan transaksi perdagangan internasional maupun dalam negeri, berjangka waktu pendek dan diperdagangkan secara diskonto.
- Sebagai piranti pasar uang berjangka waktu pendek (umumnya berkisar 30 s.d. 180 hari), BA merupakan alternatif investasi bagi investor di samping piranti pasar uang jangka pendek lain, seperti Sertifikat Deposito dan *Commercial Paper*.
- Akseptasi atas wesel eksportir dapat dilakukan baik oleh "*opening bank*" (bank importir) maupun "*advising bank*" (bank eksportir). Dengan akseptasi tersebut, *accepting bank* akan menjamin pembayaran pada saat wesel dimaksud jatuh tempo. Akseptasi dilakukan dengan cara pembubuhan tulisan atau cap "*accepted*" pada halaman muka wesel.

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

- Akseptasi yang dilakukan oleh *advising bank* diatur dalam ketentuan perdagangan internasional, yaitu *Uniform Customs and Practise for Documentary Credits* (UCP) 500 pasal 2 dan 9 bahwa akseptasi dapat dilakukan setelah mendapat "surat kuasa" dari *opening bank*. Dengan cara ini, *advising bank* berubah fungsi menjadi "*confirming bank*" sehingga bank yang berkewajiban untuk melakukan pembayaran pada saat wesel jatuh tempo bukan lagi *opening bank*, melainkan *confirming bank*. Cara ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa apabila BA tersebut diperdagangkan di pasar domestik, calon investor domestik akan lebih mengenal bank eksportir di dalam negeri dibandingkan dengan bank importir di luar negeri.
- Pemanfaatan BA telah dikenal luas dalam perdagangan internasional termasuk perbankan. Di Indonesia, selain telah berkembang BA dalam valuta asing (untuk transaksi perdagangan internasional), dewasa ini berkembang pula BA dalam Rupiah dalam rangka transaksi perdagangan antarpulau.
- BA merupakan salah satu piranti pembiayaan bagi eksportir dan importir dalam transaksi dagang internasional dan domestik yang dilakukan, antara lain berdasarkan *Letter of Credit (L/C)*, Surat Kredit Berdokumen Dalam Negeri/SKBDN), *Collection* dan *Open Account*. Sejalan dengan jenis transaksi tersebut, maka pemanfaatan BA akan disesuaikan menurut keperluan pembiayaannya.
- Dengan fasilitas akseptasi seperti diuraikan di atas, eksportir dapat menjual wesel untuk memperoleh uang tunai lebih cepat dibandingkan jika harus menunggu sampai dengan wesel dimaksud jatuh tempo. Lebih lanjut, dengan akseptasi ini eksportir akan merasa lebih yakin atas pembayaran transaksi dari importir (risiko non pembayaran relatif rendah). Bagi importir, BA dapat meningkatkan citra dan kredibilitasnya terhadap eksportir. Sementara itu, *accepting bank* akan memperoleh *fee*.

- *Advising* atau *confirming bank* dapat membeli BA dari eksportir sebagai portfolio penanamannya dan apabila memerlukan likuiditas, bank dapat menjual kembali kepada pihak ketiga atau merediskontokan BA tersebut ke Bank Indonesia.
- Secara umum, di kalangan pelaku baik perdagangan internasional maupun domestik terdapat dua sifat BA, yaitu *eligible BA* (BA yang dapat diterima) dan *ineligible BA* (BA yang tidak dapat diterima). *Eligible BA* adalah BA yang memenuhi syarat untuk akseptasi dan harus disertai adanya *underlying transaction* (ekspor, impor, dan perdagangan lainnya) dengan bukti-bukti penjelasan transaksi berupa dokumen-dokumen yang diperjanjikan dalam jual beli. Sedangkan *ineligible BA* adalah BA yang tidak memenuhi syarat peraturan yang ditetapkan oleh suatu bank sentral, antara lain tidak mencantumkan negara tempat ekspor impor dilakukan, uraian barang tidak ada, dan sebagainya. Pada prinsipnya, BA yang *eligible* mempunyai nilai yang lebih tinggi dan lebih baik daripada BA yang *ineligible*.

Contoh Perhitungan BA :

Di dalam BA sebagai pengganti bunga, investor memperoleh *discount* dari tingkat nominal yang akan diterimanya pada waktu BA jatuh tempo, dalam arti dia membayar lebih rendah terhadap nilai BA yang akan diterimanya di masa depan. Suatu BA Rp1.000.000.000 yang diterbitkan dengan tingkat diskonto 12% untuk jangka waktu 90 hari, maka tingkat diskonto adalah sbb:

Diskonto =  $N \times H/365 \times di/100$  dimana

N = Nominal value

H = jumlah hari

di = tingkat diskonto

Diskonto =  $Rp1.000.000.000 \times 90/365 \times 12/100$   
= Rp.29.589.000

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

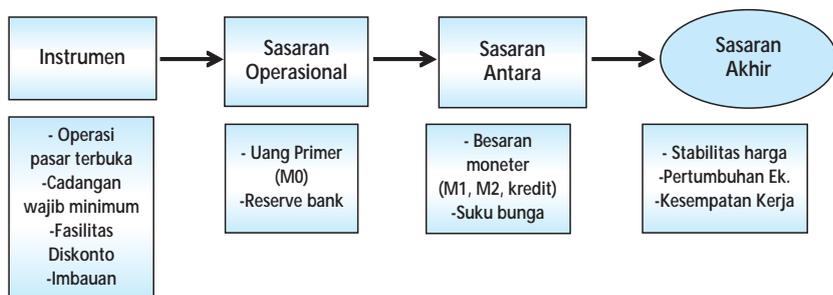
*Proceeds* (jumlah yang dibayar oleh investor untuk menerima nominal Rp.1 miliar ) = Nominal –diskonto atau

$$\begin{aligned} \text{Proceeds} &= \text{Rp } 1.000.000.000 - \text{Rp}.29.589.000 \\ &= \text{Rp. } 970.411.000. \end{aligned}$$

Bila investor ingin menjual BA ini sebelum jatuh tempo, maka investor baru akan membayar lebih tinggi daripada *proceeds* yang dibayar investor pertama sesuai dengan sisa hari sebelum jatuh tempo.

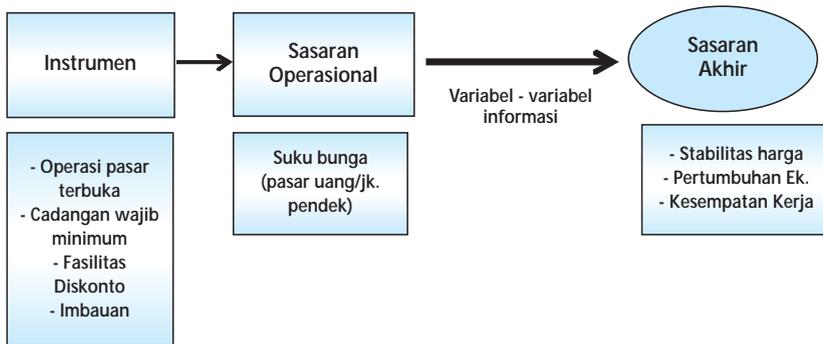
### Pasar Uang dan Kebijakan Moneter

Seperti disebutkan di muka, pasar uang merupakan salah satu institusi yang mempunyai peranan penting bagi bank sentral terutama dalam mengimplementasi kebijakan moneter. Kebijakan moneter yang diambil melalui operasi pasar terbuka apakah bank sentral menggunakan target kuantitas (uang primer) atau suku bunga dalam rangka mencapai sasaran akhir yang telah ditetapkan pada tahap awal akan mempengaruhi berbagai suku bunga di pasar uang, yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap variabel makro ekonomi lainnya, seperti, nilai tukar, konsumsi, investasi dan pada akhirnya tingkat inflasi dan output (Perry Warjiyo dan Solikin, 2004 serta *Bank of Canada*, 1995).



**Bagan 4.**  
**Kerangka Transmisi Operasional (Pendekatan Kuantitas)**

Bagi Bank sentral yang menggunakan suku bunga sebagai target kebijakan moneter, pengendalian suku bunga jangka pendek (Pasar uang antar bank/PUAB) sangat penting untuk sebagai sinyal arah kebijakan moneter yang kemudian ditransmisikan kepada suku bunga jangka menengah dan panjang. Sinyal yang informatif tersebut akan sangat berfungsi bila pasar uang berada dalam kondisi ideal, yaitu efisien (*well functioning*).



**Bagan 5.**  
**Kerangka Transmisi Operasional (Pendekatan Harga)**

Pasar uang yang efisien ditandai dengan antara lain pemilihan karakteristik likuiditas yang optimum stabil, sepenuhnya terintegrasi, dan tidak tersegmentasi sehingga piranti dengan karakteristik yang sama akan ditransaksikan pada harga yang relatif sama. Oleh karena itu, suku bunga relatif stabil dan tidak mudah bergejolak karena perubahan (*shifting*) likuiditas (Marvin, 2002 dan Direktorat Riset dan Kebijakan Moneter, 2004)

### Struktur Pasar Uang di Indonesia

Seperti telah diketahui harga yang terjadi di pasar uang tercermin dari tingkat suku bunga yang terbentuk dari permintaan dan penawaran akan dana. Di samping itu, ada beberapa faktor lain yang mengakibatkan terbentuknya harga di pasar uang yaitu struktur pasar,

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

struktur mikro, dan respons pasar atas masuknya informasi (Wahyu Dewati dan kawan-kawan, 2004).

Struktur pasar uang dapat dianalisis dari para pelaku kegiatan pasar uang, yaitu melihat keberadaan pemain atau pelaku bank utama individu termasuk seberapa besar pangsa mereka di pasar, serta perilaku pemain utama tersebut dalam memanfaatkan posisi mereka untuk mencari keuntungan (*client-agent relationship*). Pemain utama bank muncul antara lain karena mereka memiliki kelebihan dana yang besar, harga atau tingkat suku bunga yang menarik, serta pelayanan yang lebih baik dan cepat.

Keberadaan pelaku utama terkait dengan praktek yang berlaku di pasar uang antarbank (PUAB). *Pertama*, transaksi PUAB dilakukan dengan bank yang telah memiliki *credit line dan credit limit*. Adapun faktor-faktor yang menentukan *credit line dan credit limit* tersebut, antara lain CAR, resiko, peringkat, total aset *counterpart*, dan masih adanya program penjamin Pemerintah. Pemain dominan bank ini biasanya mampu melakukan transaksi dalam jumlah besar dan di PUAB Indonesia pelaku ini mempunyai total aset menengah ke atas, di atas Rp10 triliun, termasuk beberapa bank asing yang memiliki risiko rendah serta memiliki kemampuan likuiditas yang tinggi.

*Kedua*, pemain dominan juga sangat ahli dalam menciptakan harga atau suku bunga karena kebijakan bank-bank dalam penetapan kuota. Bank-bank penentu harga pasar (suku bunga) cenderung dapat menentukan harga yang baik waktu meminjam dan *counterpart* akan memberikan pinjaman dengan harga atau suku bunga yang lebih rendah kepada mereka dibanding dengan kepada bukan pemain dominan atau utama.

Selain terdapat pemain dominan, dalam perdagangan PUAB juga diwarnai oleh adanya transaksi yang dilakukan oleh kelompok-kelompok bank-bank tertentu dan perbedaan harga (segmentasi). Pada PUAB terlihat bahwa bank pemberi pinjaman terbanyak kepada responden adalah kelompok bank swasta devisa nasional, bank persero, dan bank asing. Sementara itu, bank peminjam terbanyak

adalah kelompok bank swasta devisa nasional, bank asing, serta bank persero.

Bila dilihat secara mendalam, tampak ada pengelompokan, yaitu bank-bank swasta devisa nasional cenderung meminjam dan meminjamkan dana kepada sesama bank swasta devisa. Bank swasta nondevisa juga mempunyai sifat yang sama, yaitu cenderung meminjamkan dan meminjam dari kelompok mereka sendiri. Sementara bank asing, cenderung meminjam dari bank swasta nasional dan persero. Namun, bank asing dan campuran cenderung memberi pinjaman kepada bank asing dan campuran, dan hanya sedikit kepada bank persero dan swasta devisa.

Dari penelitian juga dijumpai bahwa faktor-faktor penentu mahal-murah suatu kuotasi, antara lain adalah posisi likuiditas bank, keadaan sepi atau ramainya PUAB, hubungan dengan *counterpart*, serta kuotasi kepada pasar atau *nonmarket maker*. Ada indikasi bank dominan bisa mendapatkan harga yang lebih baik dari harga pasar jika melakukan pinjaman. Namun, dalam memberikan pinjaman, bank dominan dan asing tidak memberikan harga (suku bunga) rendah dan harga (suku bunga) terbaik. Hal ini menunjukkan bank dominan memiliki posisi tawar- menawar yang lebih baik daripada banyaknya *counterpart* serta kedudukannya sebagai *market maker*.

Struktur mikro PUAB dilihat dari perilaku pergerakan PUAB berdasarkan data transaksi PUAB yang tercermin dari jumlah transaksi (frekuensi) dan besarnya volume (nominal) baik secara bulanan, mingguan, harian, bahkan per jam transaksi. Proses pemahaman struktur mikro dilakukan dengan melihat arus informasi ke pasar, pola waktu pembentukan harga harian, dan keberadaan pola hubungan klien/pelanggan loyal antarpemain.

### **Pengaruh Perubahan Informasi terhadap Pergerakan Suku Bunga**

Bila dilihat dari pengaruh informasi, hasil penelitian (Wahyu Dewati, 2004 et.al) menyimpulkan bahwa bila terdapat informasi baru di pasar uang atau pada saat munculnya ketidakpastian, bank cenderung akan

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

meningkatkan *bid-ask spread* mereka di pasar uang antarbank. Namun, bila kondisi normal, *bid-ask spread* terutama ditentukan oleh posisi likuiditas bank, likuiditas pasar, dan kebijakan suku bunga FASBI serta menjaga hubungan baik dengan *counterpart*.

Untuk melihat respons suku bunga sebagai akibat perubahan informasi, dilakukan analisis *announcement effect* dengan memperhatikan signifikansi perbedaan deviasi standar suku bunga masing-masing kelompok bank pada tanggal-tanggal tertentu yang terdapat informasi baru (*announcement day*) dibandingkan hari lainnya (*non-announcement day*). Dari studi terlihat bahwa pergerakan deviasi standar baik pada saat *announcement day* maupun *non-announcement day* mengalami fluktuasi yang cukup tinggi pada sesi pembukaan dan relatif stabil kembali menjelang tengah hari. Namun, pergerakan suku bunga yang ditunjukkan dengan deviasi standar mengalami peningkatan menjelang penutupan pada sore hari. Hal ini sejalan dengan adanya kebutuhan untuk memenuhi likuiditas akhir hari oleh pelaku PUAB untuk memenuhi kewajiban perhitungan Giro Wajib Minimum (GWM) dan rencana aliran dana oleh nasabah. Dengan demikian, pergerakan suku bunga menjadi lebih fluktuatif.

Pada negara-negara maju, tempat pasar keuangan sangat likuid dan dalam , otoritas moneter mempunyai banyak pilihan dalam mengimplementasikan kebijakan moneter. Implementasi kebijakan moneter pada salah satu pasar, misalnya, pada pasar uang, dampaknya akan dirasakan dan direspons oleh pasar modal dengan cepat . Hal ini lebih lanjut akan berdampak terhadap sektor real. Pada kondisi seperti di atas, implementasi kebijakan moneter, umumnya dilakukan melalui *interbank market* (PUAB). Hal ini karena PUAB cenderung tidak berfluktuasi sehingga akan mengurangi ketergantungan penyelesaian transaksi antarbank terhadap bank sentral. Di samping itu, aktifitas *trading* oleh bank-bank komersial di pasar mengakibatkan dampak kebijakan moneter akan lebih cepat direspons serta efektif. Sebagai contoh, besar dan dalam pasar uang antarbank (pasar valas) di Singapura menjadikan *foreign exchange*

*swaps* sebagai alat kebijakan moneter utama bagi *Monetary Authority of Singapore*.

Sebaliknya, semakin tersegmentasi atau *fragmented interbank market*, semakin tergantung penyelesaian transaksi tidak melalui mekanisme pasar. Hal ini banyak dijumpai pada beberapa negara. Sebagai contoh, pengenaan pajak atas transaksi interbank di Kolumbia, menyebabkan pasar menjadi tersegmentasi. Salah satu faktor penyebab tersegmentasi *interbank market* lain, yang berdampak tidak likuidnya *interbank liquidity*, adalah mudah dan murah akses bank-bank kepada bank sentral untuk mendapatkan likuiditas bila mengalami kesulitan likuiditas. Kondisi ini lebih lanjut mengakibatkan kebijakan moneter menjadi kurang efektif .

### **Kebijakan Bank Indonesia dalam rangka Pengembangan Pasar Uang Rupiah**

Mengingat pentingnya peranan pasar uang dalam perekonomian, serta semakin terintegrasinya pasar uang domestik dengan luar negeri, Bank Indonesia sangat berkepentingan terhadap perkembangan pasar uang tersebut. Untuk itu, berbagai kebijakan telah diambil oleh Bank Indonesia dengan tujuan untuk menciptakan sistem keuangan yang sehat, meningkatkan ketersediaan informasi bagi pelaku pasar, serta meningkatkan efektivitas kebijakan moneter.

Berbagai kebijakan yang telah diambil selama ini, antara lain :

1. Penggunaan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sebagai piranti OPT dan sekaligus sebagai piranti pasar uang.

Seperti telah diketahui, sejak kebijakan 1 Juni 1983, Bank Indonesia melakukan pengendalian moneter beralih dari secara langsung menjadi tidak langsung dengan operasi pasar terbuka (OPT). Untuk itu, Bank Indonesia menerbitkan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dengan tujuan utama (i) sebagai piranti kebijakan moneter , khususnya untuk kontraksi moneter, (ii) sebagai piranti pasar uang, dan (iii) sebagai salah satu alternatif bagi perbankan untuk menempatkan kelebihan likuiditas yang dimiliki (Binhadi, 1995)

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

### 2. Penggunaan SBPU

Guna lebih memberikan pilihan kepada pelaku pasar uang dalam menempatkan dana mereka yang *idle*, pada tahun 1985 Bank Indonesia memperkenalkan surat-surat berharga pasar uang (SBPU) sebagai piranti moneter sekaligus sebagai piranti pasar uang. Penggunaan SBPU sebagai piranti pasar uang hanya berjalan selama tiga tahun. Sejak tanggal 23 Juli 1998 Bank Indonesia menghapus SBPU. Penggantian SBPU sebagai salah satu piranti pasar uang karena dalam perkembangannya SBPU sering disalahgunakan oleh perusahaan-perusahaan yang bermasalah sehingga dapat mengurangi tingkat kepercayaan pelaku pasar terhadap piranti-piranti pasar uang.

### 3. Pengembangan Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU)

Dalam rangka menunjang kebijakan moneter dan sekaligus mengembangkan kegiatan pasar uang dibutuhkan dukungan informasi pasar uang yang *real time*, tepat waktu, aman, akurat, obyektif, komprehensif, dan sekaligus mudah diakses oleh pelaku pasar dan Bank Indonesia. Untuk itu, dibutuhkan suatu sistem informasi berupa pusat pasar uang. Sehubungan dengan hal tersebut, Bank Indonesia mendirikan Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU).

Pusat Informasi Pasar Uang adalah suatu sistem otomatis yang meliputi tidak terbatas pada pasar uang Rupiah dan valuta asing serta informasi lainnya yang terkait dengan pasar keuangan bagi anggota, pelanggan, dan Bank Indonesia. Anggota PIPU adalah bank yang memasok data ke dalam PIPU. Sementara itu, pelanggan PIPU adalah semua pihak, selain anggota PIPU, yang telah mendapat persetujuan dari Bank Indonesia untuk menggunakan informasi PIPU.

Bank Indonesia menyelenggarakan PIPU berdasarkan masukan data pasar uang Rupiah dan valuta asing yang dipasok oleh anggota PIPU dan Bank Indonesia. Data dimaksud kemudian diolah secara elektronik untuk menghasilkan keluaran PIPU secara

harian. Keluaran PIPU meliputi informasi mengenai aktivitas transaksi pasar uang dan informasi lainnya yang terkait dengan pasar keuangan.

Data yang disampaikan anggota PIPU ke Bank Indonesia tersebut, antara lain (a) transaksi pasar uang ; (b) transaksi devisa ; (c) perdagangan surat berharga pasar uang di pasar sekunder; (d) simpanan pihak ketiga, serta (e) penyaluran dana bank. Penyampaian data tersebut dilakukan secara elektronik; kalau anggota PIPU mengalami gangguan sistem atau jaringan, maka penyampaian data dimaksud dilakukan secara manual

Untuk menyediakan informasi mengenai perkembangan harga serta posisi yang ditawarkan PIPU, Bank Indonesia mengembangkan PIPU yang dapat diakses oleh para pelaku pasar uang. Dengan adanya PIPU, informasi diharapkan akan lebih transparan sehingga pelaku pasar semakin percaya dalam berinteraksi sesama mereka.

4. Penetapan Jakarta *Offered Rate* (JIBOR) sebagai *Reference Rate*

Untuk mengetahui arah perkembangan suku bunga bagi pelaku pasar uang, JIBOR dipilih sebagai *reference rate* yang dapat diakses pada PIPU. Pada hakekatnya JIBOR tersebut adalah hasil rata-rata tertimbang suku bunga dari 18 bank yang dipilih berdasarkan keaktifan mereka di pasar uang.

5. Penyelesaian Transaksi

Dalam rangka meningkatkan efisiensi pasar uang terutama dari segi waktu dan tempat penyimpanan, Bank Indonesia menyempurnakan sistem penyelesaian transaksi yang terjadi daripada menggunakan kertas ke cara otomatis tanpa menggunakan kertas (*paperless*). Untuk meningkatkan efisiensi transfer dana antarbank, BI menerapkan sistem pengiriman transaksi pembayaran secara *on-line* antarbank dan Bank Indonesia (BI-Line) pada tahun 1999 dan terakhir dengan memperkenalkan *Bank Indonesia Real Time Gross Settlement System* ( System BI-RTGS).

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

Dalam rangka mendorong perkembangan pasar uang dan pengendalian moneter pada kelompok bank syariah, Bank Indonesia mengeluarkan ketentuan mengenai pasar uang antarbank, ketetapan GWM rupiah dan valuta asing sebesar 5% dan 3% ,dan instrumen OPT, yang seluruhnya berlaku bagi bank berdasarkan prinsip syariah (Bank Indonesia, Laporan Tahunan 2000).

Dalam rangka menjaga kestabilan moneter, khususnya di pasar uang, Bank Indonesia dalam fungsinya sebagai *lender of the last resort* pada September 2000 mengeluarkan kebijakan pemberian Fasilitas Pendanaan Jangka Pendek (FPJP) sebagai penyempurnaan kebijakan sebelumnya. Di samping itu, berkaitan dengan mulai dilaksanakannya sistem Bank Indonesia *Real Time Gross Settlement* (BI-RTGS), Bank Indonesia menyediakan Fasilitas Likuiditas Intrahari (FLI) bagi bank umum peserta RTGS guna membantu bank dalam menghadapi kesulitan pendanaan jangka waktu sangat pendek yang dikhawatirkan dapat mengakibatkan terjadinya kemacetan pada sistem Bank Indonesia *Real Time Gross Settlement* (BI-RTGS). Kesulitan itu diakibatkan oleh transaksi keluar (*out going transaction*) melalui sistem BI-RTGS pada saat tertentu lebih besar dibandingkan dengan saldo giro rupiah bank peserta di Bank Indonesia.

Selanjutnya, dalam rangka meningkatkan penataan surat-surat berharga, SBI dan SUN, Bank Indonesia memperkenalkan sistem Bank Indonesia *Scriptless Securities Settlement System* (BI-SSSS). BI-SSSS adalah sarana transaksi dengan Bank Indonesia termasuk penatausahaan dan penatausahaan Surat Berharga (SBI dan Surat Utang Negara-SUN) secara elektronik yang terhubung langsung antara peserta, penyelenggara dan Sistem Bank Indonesia- *Real Time Gross Settlement* (Sistem BI-RTGS). BI-SSSS menggabungkan sistem transaksi Bank Indonesia yang mencakup pelaksanaan operasi pasar terbuka, pemberian fasilitas pendanaan Bank Indonesia kepada Bank ,dan pelaksanaan transaksi SUN untuk dan

atas nama Pemerintah dalam satu sistem yang terintegrasi dan terhubung langsung (*on-line*) antara Bank Indonesia dengan para pelaku pasar. Selain itu, BI-SSSS mencakup sistem penyelesaian surat berharga dan sistem penatausahaan surat berharga.

6. Suku Bunga Penjaminan Pasar Uang Antar Bank di Indonesia

Seperti telah diketahui krisis keuangan 1997 yang lalu pernah mengakibatkan hilangnya kepercayaan masyarakat terhadap lembaga keuangan tercermin dari penarikan secara besar-besaran dana nasabah dari perbankan. Untuk mengatasi hal tersebut dan memulihkan kembali kepercayaan masyarakat atas lembaga keuangan, Pemerintah mengeluarkan program penjaminan atas dana masyarakat yang disimpan di bank, termasuk kegiatan Pasar Uang Antarbank. Dengan program tersebut kepercayaan masyarakat kembali pulih, termasuk kegiatan pasar uang antarbank sebagai sarana penting implementasi kebijakan moneter.

Dalam rangka mengurangi *moral hazard* dan mengendalikan perkembangan suku bunga PUAB, Pemerintah melalui Bank Indonesia menetapkan maksimum suku bunga PUAB *overnight* dalam Rupiah, yaitu sebesar rata-rata tertimbang suku bunga PUAB *overnight* dalam Rupiah dari bank-bank anggota JIBOR yang ditetapkan oleh Bank Indonesia selama satu bulan sebelumnya (Peraturan Bank Indonesia No.6/11/PBI/2004). Maksimum suku bunga PUAB dalam rupiah dan yang dijamin oleh Pemerintah tersebut akan diumumkan secara rutin setiap bulan oleh Bank Indonesia pada dua hari kerja sebelum awal bulan periode penjaminan berlaku dan berlaku selama sebulan. Pengumuman tersebut dapat diketahui melalui PIPU.

7. Fasilitas Pendanaan Jangka Pendek Bagi Bank Umum

Sesuai dengan Undang-undang No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia, dalam rangka meningkatkan efektivitas pengendalian moneter pada umumnya dan mengatasi kesulitan dana jangka

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

pendek (*mismatch*) yang dihadapi oleh bank pada khususnya, Bank Indonesia sebagai *lender of the last resort* dapat memberikan kredit kepada bank dengan jangka waktu maksimum 90 hari. Ketentuan mengenai fasilitas dimaksud diatur dalam Peraturan Bank Indonesia No. 5/15/PBI/2003 tentang Fasilitas Pendanaan Jangka Pendek Bagi Bank Umum.

Untuk menghindari terjadinya *moral hazard* seperti yang pernah terjadi pada fasilitas-fasilitas sebelumnya (Fasilitas Diskonto dan SBPU), di samping jangka waktu dibatasi, pemberian fasilitas kredit tersebut harus dijamin oleh surat berharga yang bernilai tinggi dan mudah diperjualbelikan di pasar uang (likuid) dengan nilai minimal sebesar jumlah kredit yang diterima oleh bank.

### 8. Memfasilitasi terbentuknya *Master Repo Agreement*

Untuk mendorong perkembangan pasar sekunder repo SBI dan SUN, Bank Indonesia bekerja sama dengan Departemen Keuangan, serta Perhimpunan Pedagang Surat Utang Negara (Himdasun) memfasilitasi penyusunan *Master Repo Agreement* (MRA). MRA adalah peraturan standard bagi transaksi jual/beli bersyarat (*repo*) surat berharga yang sekaligus merupakan kesepakatan induk yang dibuat untuk ditanda tangani di muka oleh para pelaku pasar sehingga transaksi *repo* dapat dilakukan secara cepat dan mengurangi beban administrasi. Pasar SUN yang likuid dan berkembang diharapkan akan berdampak positif bagi berbagai pihak.

Bagi Pemerintah selaku *issuer*, transaksi *repo* dapat mendorong pengembangan pasar sekunder yang *likuid* sehingga mempermudah Pemerintah ketika akan melakukan *refinancing* SUN yang jatuh waktu dengan biaya lebih murah. Untuk Bank Indonesia, transaksi *repo* dapat bermanfaat sebagai instrumen pengendalian moneter melalui pengaturan likuiditas perbankan secara harian. Bagi Perbankan, transaksi *repo* dapat dipergunakan untuk mengatur pengelolaan kas harian (*cash management*). Sementara itu, bagi pelaku pasar lainnya (perusahaan efek,

reksadana, perusahaan asuransi dan lain-lain), transaksi *repo* dapat menjadi alternatif sumber dan penanaman dana jangka pendek

### Perkembangan Pasar Uang Rupiah di Indonesia

Perkembangan pasar keuangan di Indonesia tidak terlepas dari serangkaian kebijakan deregulasi di bidang perbankan sejak dekade 1980-an. Deregulasi tersebut telah berhasil mendorong sektor perbankan tumbuh dengan pesat, baik jumlah aset, jumlah bank, maupun produk perbankan sendiri. Deregulasi juga mengakibatkan munculnya berbagai lembaga keuangan di luar bank, seperti perusahaan pembiayaan, reksadana, dan pasar modal sebagai alternatif untuk menempatkan dana baik bagi investor dalam negeri maupun bagi investor luar negeri, serta tempat meminjam bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

**Tabel 4**  
**Posisi Pasar Uang Menurut Jenis Transaksi**

(miliar rupiah)

| Periode | (SBI)<br>Posisi | (SBPU)<br>Posisi | (PUAB)<br>Volume | (CDs)<br>Posisi | (Cps)<br>Posisi |
|---------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 1991    | 10,942          | 4,343            | 48,450           | -               | n.a             |
| 1992    | 20,599          | 2,820            | 57,808           | 3,937           | n.a             |
| 1993    | 23,433          | 1,395            | 90,107           | 2,178           | n.a             |
| 1994    | 15,052          | 3,842            | 110,990          | 2,398           | n.a             |
| 1995    | 11,850          | 4,205            | 189,259          | 2,451           | n.a             |
| 1996    | 18,553          | 171              | 700,434          | 7765            | 3868            |
| 1997    | 7,034           | 3,455            | 1.304,390        | 15,381          | 2717            |
| 1998    | 42,765          | 1,018            | 3.304,856        | 6671            | 715             |
| 1999    | 63,049          | 0                | 595,362          | 2647            | n.a             |
| 2000    | 59,781          | 0                | 279,262          | 3625            | n.a             |
| 2001    | 55,461          | 0                | 500.808          | 5601            | n.a             |
| 2002    | 78,484          | 0                | 402.845          | 3165            | n.a             |
| 2003    | 105,402         | 0                | 483.986          | 1806            | n.a             |

Sumber : Bank Indonesia

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

Dilihat dari piranti yang diperdagangkan di pasar uang tampak ada beberapa piranti yang volumenya mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, tetapi ada juga yang mengalami penurunan bahkan ada yang diberhentikan peredarannya dari pasar uang. Piranti pasar uang rupiah yang utama adalah SBI, PUAB, dan CD's.

Sertifikat Bank Indonesia adalah piranti kebijakan moneter yang digunakan oleh Bank Indonesia dalam rangka pelaksanaan kebijakan moneter dan sekaligus sebagai piranti pasar uang.<sup>7</sup> Posisi SBI dari tahun ke tahun cenderung mengalami peningkatan terutama sejak krisis keuangan 1997. Sertifikat Bank Indonesia menjadi pilihan utama penempatan dana perbankan setelah banyak ambruknya perusahaan konglomerat di Indonesia waktu krisis yang lalu. Ke depan, Pemerintah perlu mempercepat penerbitan surat utang negara jangka pendek, seperti *treasury bills* di Amerika Serikat untuk menggantikan SBI sebagai instrumen kebijakan moneter, piranti pasar uang, dan *reference rate* untuk penerbitan surat berharga jangka panjang lainnya.

Selain SBI, PUAB merupakan piranti pasar uang yang utama yang digunakan oleh bank-bank yang mengalami surplus dana guna mendapatkan pendapatan. Sementara itu, bagi bank-bank yang mengalami likuiditas jangka pendek, PUAB digunakan untuk meminjam dana guna menutupi kekurangan likuiditas jangka pendek. Volume PUAB cenderung mengalami peningkatan dari tahun ke tahun dan mencapai puncaknya pada saat krisis 1997 ketika volumenya meningkat tajam akibat penarikan dana secara besar-besaran dari masyarakat. Setelah itu, volume PUAB cenderung mengalami penurunan dan perbankan cenderung menempatkan kelebihan ekse likuiditas mereka pada SBI. Hal ini memberikan indikator bahwa belum optimalnya intermediasi perbankan sampai saat ini.

---

<sup>7</sup> Negara-negara lain umumnya menggunakan *T-bill* pemerintah sebagai piranti kebijakan moneter dan pasar uang.

Piranti SBPU mengalami perkembangan yang berfluktuasi, cenderung mengalami peningkatan sejak tahun 1993 sampai dengan 1996 sejalan dengan meningkatnya pertumbuhan ekonomi, dan mengalami penurunan sejak tahun 1996 karena besarnya arus modal luar negeri yang masuk ke Indonesia sebelum krisis. Surat-surat berharga pasar uang tidak diperdagangkan lagi sejak tahun 1998 setelah krisis karena semakin sulitnya persyaratan untuk menerbitkan SBPU dan banyaknya perusahaan yang jatuh setelah krisis.

Perkembangan CD's juga mengalami fluktuasi, cenderung meningkat sejak tahun 1993 terutama sejak tahun 1995 sampai dengan 1998 sebagai dampak adanya pengalihan dari CPs menjadi CDs serta meningkatnya *capital inflows*. Namun, CD's mengalami penurunan kembali sejalan dengan adanya krisis nilai tukar 1997 yang mengakibatkan arus modal keluar serta kecenderungan menurunnya tingkat suku bunga dalam negeri beberapa tahun terakhir. Dapat diinformasikan, walaupun CD merupakan salah satu piranti pasar uang, dalam prakteknya CD tidak diperdagangkan secara aktif di pasar uang, tetapi hanya sebagai portfolio keuangan.

*Commercial paper* (CP's) cenderung mengalami penurunan sejak tahun 1995 karena adanya ketentuan mewajibkan *rating* bagi perusahaan-perusahaan yang akan menerbitkan CP's ketika banyak perusahaan tidak dapat memenuhi kriteria dimaksud. Di samping itu, krisis yang baru lalu juga mengakibatkan banyak perusahaan-perusahaan besar jatuh sehingga volume CP semakin kecil.

## Daftar Pustaka

- Bank Indonesia, Laporan Tahunan beberapa issues.
- Bank of Japan, Annual report, beberapa issues.
- Binhadi, "Financial Sector Deregulation, Banking Development and Monetary Policy : The Indonesian Experience (1983-1993)".  
Institute Bankir Indonesia, 1995.
- Bofinger, Peter" Monetary Policy : Goals, Institution, Strategies, and Instruments" Oxford University Press 2001.
- Direktorat Pengelolaan Moneter" Kebijakan Pasar Keuangan : Pasar Uang dan Pasar Modal" Bahan Pendidikan Calon Pegawai Muda bank Indonesia, 2002.
- Direktorat Pengelolaan Devisa."Kajian Alternatif Piranti Transaksi Derivatif Dalam Rangka Pengendalian Risiko Pengelolaan Cadangan Devisa", 2002
- Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter Bank Indonesia"Perkembangan Pasar Keuangan di Indonesia", berbagai issue.
- Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, " Perkembangan Pasar Keuangan di Indonesia", Semester I 2002.
- Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, Virginia, 1998.
- Hahn, Thomas K" Commercial Paper" Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond-Virginia 1998.
- Kuprianov, Anatoli" Money Market Futures", Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond-Virginia 1998.
- LaRoche, Robert K," Banker Acceptances" Federal Reserve Richmond, Richmond-Virginia 1998.
- Lumpkin, Srephen A" Repurchase and Reverse Repurchase Agreement" Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond-Virginia 1998

- Marvin, Barth.J, " Changes in Market Functioning and Central Bank Policy", Bank for International Settlements, 2002.
- Mengel, David L " The Discount Window" Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond- Virginia 1998.
- Mishkin, Frederic S, "The Economics of Money, Banking and Financial market," Columbia University, 2001, Six Edition.
- Nugroho, Priyanto.B" Kajian Awal Melihat Kembali Instrumen FASBI, Direktorat Pengelolaan Moneter, Juni 2003
- Owens, Raymond E," Government Sponsored Enterprise" Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond-Virginia 1998
- Peraturan Bank Indonesia No.5/24/PBI/2003 tanggal 31 Oktober 2003.
- Peraturan Bank Indonesia No.6/8/PBI tanggal 11 Maret 2004.
- Peraturan Bank Indonesia No.2/8/PBI tanggal 23 Februari 2003.
- Perry Warjiyo dan Solikin " Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia." Buku Serie Kebanksentralan No.11, 2004.
- Proceedings of a conference held by the Bank of Canada, November 1995" Money Markets and Central Bank Operations."
- Reuters, An Introduction to Foreign Exchange and Money Market, 1999.
- Surat Edaran Bank Indonesia No.6/6/DPM tanggal 16 Februari 2004.
- Surat Edaran Bank Indonesia No.2/21/DPM tanggal 30 Oktober 2000.
- Surat Edaran Bank Indonesia No.6/46/DPM tanggal 29 Oktober 2004.
- Stigum, Marcia," The Money Market" Dow Jones-Irwin 1983.
- Timothy Q.Cook and Jeremy G.Duffield," Money Market Mutual Funds and Other Short-Term Investment Pools" Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond-Virginia 1998.
- The Reuters Financial Training Series. An Introduction to Foreign Exchange & Money Markets, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, Singapore 1999.

## **PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM**

US Securities and Exchange Commission, 2001.

Vitor Gaspar, and Gabriel Perez-Quiros, and Jorge Sicilia, " The Monetary Policy decisions of the ECB and the money market" , 2002

Wahyu Dewati, Iss Savitri Hafid, Dadal Angkoro, Ibrahim, Zainuddin Nasution. " Mikrostruktur Pasar Uang Antar Bank Rupiah, 2004.

Walter, John R" Short-Term Municipal Securities" Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond-Virginia 1998.

Welteke, Ernst. Cross Effects between monetary policy and financial markets. Belgian Financial Forum, Brusse, 2001.

---

## SERI KEBANKSENTRALAN

---

### Seri Kebanksentralan Bank Indonesia

1. Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian, oleh Solikin dan Suseno, Desember 2002.
2. Penyusunan Statistik Uang Beredar, oleh Solikin dan Suseno, Desember 2002.
3. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter, oleh Ascarya, Desember 2002.
4. Neraca Pembayaran: Konsep, Metodologi, dan Penerapan, oleh F.X. Sugiyono, Desember 2002.
5. Kelembagaan Bank Indonesia, oleh F.X. Sugiyono dan Ascarya, Desember 2003.
6. Kebijakan Moneter di Indonesia, oleh Perry Warjiyo dan Solikin, Desember 2003.
7. Sistem dan Kebijakan Perbankan di Indonesia, oleh Suseno dan Piter Abdullah, Desember 2003.
8. Kebijakan Sistem Pembayaran di Indonesia, oleh Sri Mulyati Tri Subari dan Ascarya, Desember 2003.
9. Organisasi Bank Indonesia, oleh Suarpika Bimantoro dan Syahrul Bahroen, Desember 2003.
10. Instrumen Pengendalian Moneter, Operasi Pasar Terbuka, oleh F.X. Sugiyono, Mei 2004.
11. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia, oleh Perry Warjiyo, Mei 2004.

## PASAR UANG RUPIAH: GAMBARAN UMUM

---

12. Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar,  
oleh Iskandar Simorangkir dan Suseno, Juli 2004.
13. Kebijakan Pengedaran Uang di Indonesia,  
oleh Hotbin Sigalingging, Ery Setiawan dan Hilde D. Sihaloho,  
Juli 2004.
14. Bank Syariah: Gambaran Umum  
oleh Ascarya, Diana Yumanita  
April 2005
15. Pasar Uang Rupiah: Gambaran Umum  
oleh Mahdi Mahmudy  
Mei 2005