
ANALISIS DAMPAK TARGET *THE FED RATE* TERHADAP KEBIJAKAN MONETER BANK INDONESIA (PERIODE 2005: 07-2013:12)

Thomas Andrian¹⁾
Tetik Puji Lestari²⁾

Universitas Lampung
Email : thomasandrian79@yahoo.com¹⁾
Email : tetik.pujilestari@gmail.com²⁾

Kata Kunci :
kebijakan tingkat
bunga, arus modal, risk
premium, exchange
rate dan VECM

Abstrak

Kebijakan suku bunga merupakan instrumen yang telah banyak digunakan oleh bank-bank sentral di dunia untuk mencerminkan arah kebijakan moneter. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis dampak dari Fed target rate kebijakan moneter Bank Indonesia (BI rate) melalui saluran transmisi keuangan selama periode 2005: 07-2013: 12. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah Vector Error Correction Model (VECM). Variabel yang digunakan meliputi BI rate, tingkat sasaran Fed, arus modal (proksi Investment Portfolio Asing), premi risiko (proksi oleh tingkat suku bunga antar bank overnight) dan kurs tengah IRD / USD. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: 1) tidak ada kausalitas antara variabel dalam transmisi dampak Fed target kebijakan moneter Bank Indonesia (BI rate); 2) The Fed target sasaran, arus modal, nilai tukar rupiah / USD dan premi risiko mempengaruhi tingkat BI; 3) pergerakan harga sasaran Fed ditransmisikan melalui sektor keuangan telah direspons secara positif oleh tingkat BI, dan 4) dampak target sasaran Fed ditularkan melalui sektor keuangan untuk dinamika suku bunga BI sebagian besar dijelaskan oleh target Fed rate, BI rate, dan nilai tukar rupiah / USD.

Keywords:
interest rate policy,
capital flow, risk pre-
mium, exchange rate
and VECM

Abstract

Interest rate policy is an instrument that has been widely used by central banks in the world to reflect the direction of monetary policy. The purpose of the study was to analyze the impact of the Fed target rates to Bank Indonesia's monetary policy (BI rates) through the financial transmission channel over the period 2005:07-2013:12. The method used in this study is the Vector Error Correction Model (VECM). The variables used including BI rate, Fed target rate, capital flows (proxied by the Foreign Portfolio Investment), risk premium (proxied by the interest rate interbank overnight) and middle rate IRD/USD. The results of this study showed that: 1) there is no causality among the variables in the transmitting the impact of the Fed target rates to the Bank Indonesia's monetary policy (BI rates); 2) the Fed target rates, capital flows, exchange rate IDR/USD and risk premiums affect the BI rates; 3) the movements of the Fed target rates transmitted through the financial sector have been responded positively by BI rates; and 4) the impact of the Fed target rates transmitted through the financial sector to dynamics of BI rates are largely explained by Fed target rate, BI rate, and IDR/USD exchange rate.

Pendahuluan

Kebijakan moneter Amerika Serikat (A.S) merupakan kebijakan moneter yang menjadi perhatian para pelaku ekonomi di dunia termasuk bank sentral negara lain. Arah kebijakan moneter A.S. turut menentukan arah perkembangan ekonomi global karena beberapa alasan antara lain : pertama, A.S. merupakan salah negara penyumbang *Gross Domestic Bruto* (GDB) dunia terbesar dengan nilai \$16 triliun dolar. Kedua, mata uang A.S. yaitu Dollar A.S (USD) merupakan mata uang global dan digunakan dalam cadangan devisa diberbagai Negara (Bisnis Indonesia, 2014). Ketiga, bank sentral A.S. merupakan bank sentral paling berpengaruh di dalam perumusan kebijakan moneter di forum internasional seperti forum *Bank for International Settlements* (BIS), *Internasional Monetary Fund* (IMF), *Forum Stability Finance* (FSF), *Asia-Pacific Economic Cooperation* (APEC), dan *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD). Keempat, di Indonesia A.S. berperan sebagai negara tujuan ekspor ketiga dengan presentase 31.34% (Bank Indonesia, 2009).

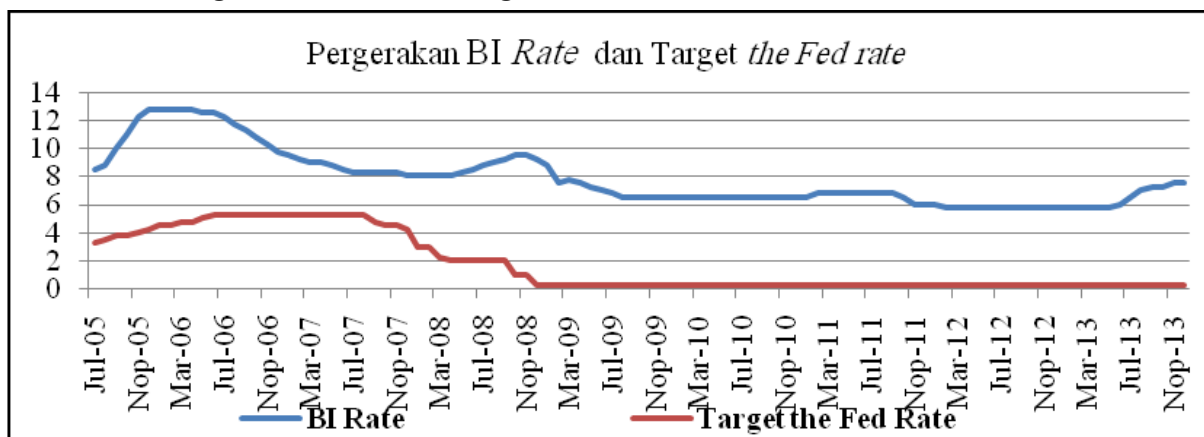
Secara konseptual, kebijakan moneter didefinisikan sebagai tindakan yang dilakukan oleh penguasa moneter (biasanya bank sentral) untuk mempengaruhi jumlah uang beredar dan kredit yang pada gilirannya akan mempengaruhi kegiatan ekonomi masyarakat (Nopirin, 1992). Pada hakekatnya, kebijakan moneter adalah kebijakan yang ditetapkan dan dilakukan oleh bank sentral untuk mencapai tujuan moneter di suatu negara. Kebijakan moneter A.S dikendalikan oleh bank sentral A.S

yaitu *the Federal Reserve System* (*Fed*) yang terbagi ke dalam 12 distrik yang disebut *the Federal Reserve Bank*. Kebijakan moneter *the Fed* dilakukan melalui pengendalian suku bunga Dana Pemerintah Federal A.S. (*Federal Fund Rate*). *Federal Fund Rate* (*Fed rate*) adalah suku bunga yang terjadi dari aktivitas perdagangan Dana Pemerintah Federal A.S. di pasar uang. *The Fed* melalui *Federal Open Market Committee* (FOMC) hanya menentukan target dari *the Fed Rate*. Kebijakan moneter *the Fed* dilakukan dengan cara menaikkan dan menurunkan target *the Fund Rate*. Target *the Fed rate* digunakan sebagai indikator untuk mencerminkan arah kebijakan moneter *the Fed* (*the Federal Reserve System*, 2005).

Di Indonesia kebijakan moneter dikendalikan oleh bank sentral Republik Indonesia yaitu Bank Indonesia (BI). Sejak Juli 2005, kebijakan moneter yang ditetapkan dan dilaksanakan BI dilakukan dengan cara pengendalian suku bunga (*BI rate*). *BI rate* adalah suku bunga yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh BI dan diumumkan kepada publik.

The Fed dan BI memiliki kemiripan dalam mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter, yaitu melalui pengendalian suku bunga kebijakan (*interest rate policy*). *The Fed* menggunakan target *the Fed rate* sebagai sejak tahun 1982. Oleh karena itu, suku bunga di dalam kebijakan moneter dikenal sebagai instrumen tradisional. Dengan perkataan lain kebijakan moneter *the Fed* dan BI melalui suku bunga dikenal sebagai kebijakan moneter konvensional.

Gambar 1
Pergerakan BI Rate dan Target the Fed rate Periode 2005:07-2013:12



Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia Bank Indonesia (SEKI-BI)

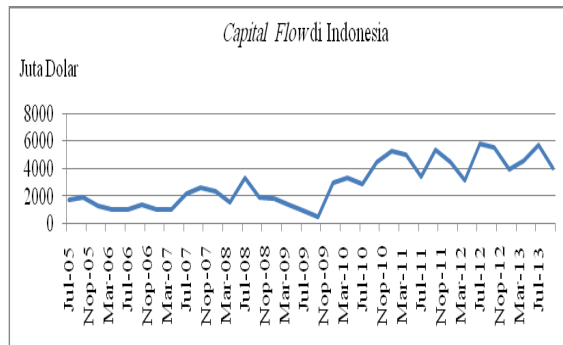
Penentuan arah kebijakan moneter diantaranya untuk menentukan tingkat BI rate, BI mempertimbangkan berbagai faktor, termasuk faktor eksternal. Hal ini karena karakteristik sistem perekonomian Indonesia yang menganut sistem perekonomian terbuka kecil (*small open economy*) dan sistem nilai tukar mengambang bebas (*free floating exchange rate*), tidak akan lepas dari prinsip perekonomian global, dan prinsip liberalisasi perdagangan, dimana semakin besar transaksi perdagangan dan keuangan internasional akan berpengaruh pada besaran aliran dana dari luar negeri yang masuk (*capital inflow*) dan keluar (*capital outflow*) (Setiawan, 2010). Sebagai contoh, kebijakan moneter *the Fed* yang diawali dari krisis *Suprime Mortgage* di tahun 2005. Selama krisis tersebut yaitu pada Juli 2005 sampai Juni 2006, *the Fed* melakukan kebijakan moneter kontraktif dengan cara menaikkan target dari *the Fed rate* sebesar 25bps sebanyak 14 kali menjadi 5.25%. Kemudian, pada Juli 2006 sampai Agustus 2007, *the Fed* menetapkan target *the Fed*

rate konstans pada level 5.25%. Pada September 2007 *the Fed* merubah arah kebijakan moneter menjadi longgar yang ditandai dengan penurunan target *the Fed rate* sebesar 50bps menjadi 4.75%. Penurunan target *the Fed rate* menyebabkan terjadinya krisis likuiditas di pasar uang A.S. yang pada gilirannya menyebar luas menjadi krisis finansial global di tahun 2008.

Krisis *Subprime Mortgage* dan krisis finansial global masuk ke Indonesia disalurkan melalui pasar finansial domestik. Studi empiris yang dilakukan oleh BI menunjukkan bahwa pasar keuangan domestik cukup terintegrasi dengan pasar global. Oleh karena itu, pasar keuangan domestik secara umum menunjukkan pergerakan yang searah dengan pasar keuangan global (Bank Indonesia, 2005). Pada krisis finansial global tahun 2008, menyebabkan ketidakstabilan di pasar finansial domestik karena terjadinya penarikan dana (*develarging*) keluar Indonesia. Puncak dampak krisis terjadi pada September 2009, dimana *capital inflow* di Indonesia

menurun drastis menjadi \$540.380.000.000,00 setelah sebelumnya sebesar \$1.446.380.000.000,00.

Gambar 2
Capital Flow di Indonesia Periode
2005:3 2013:4



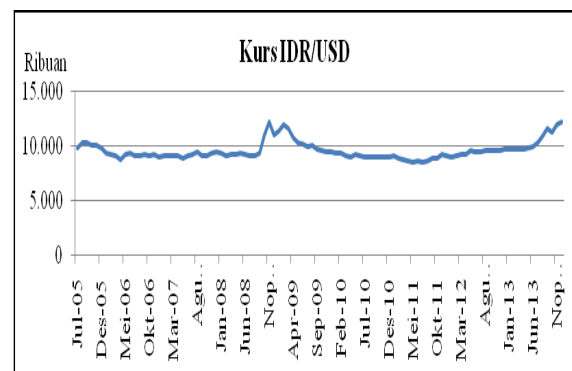
Sumber : Statistik Ekonomi Dan Keuangan Indonesia-BI

Penurunan *capital inflow* pada krisis finansial global tahun 2008 lebih besar dibandingkan pada krisis *Subprime Mortgage* di tahun 2005-2006, karena saat krisis *Subprime Mortgage*, *capital inflow* Indonesia mengalami penurunan paling rendah terjadi pada Juli 2006 hanya sebesar \$1.089.300.000.000,00. Penurunan *capital inflow* atau kenaikan *capital outflow* memberikan tekanan pada fundamental nilai tukar Rupiah terhadap Dolar A.S. (kurs IDR/USD). Tekanan kurs IDR/USD pada puncak krisis finansial global terjadi di bulan November 2008 dimana Kurs IDR/USD terdepresiasi cukup dalam mencapai Rp12.151/USD.

Pada tahun 2007 *the Fed* memberlakukan kebijakan moneter yang cenderung longgar, kebijakan moneter BI dilakukan dengan hati-hati tercermin dari penurunan BI *rate* yang sebesar 25bps

setiap 2 sampai 4 bulan. Tindakan BI dimaksudkan untuk memperkecil perbedaan suku bunga atau *interest rate differential* (IRD) karena sangat berpengaruh bagi investor asing (Prastowo, 2008). Tindakan BI tersebut, mampu menjaga kestabilan fundamental kurs IDR/USD yang berada pada kisaran Rp9.000/USD.

Gambar 3
Pergerakan Kurs IDR/USD
Periode 2005:07-2013:12



Sumber : Statistik Ekonomi Dan Keuangan Indonesia-BI

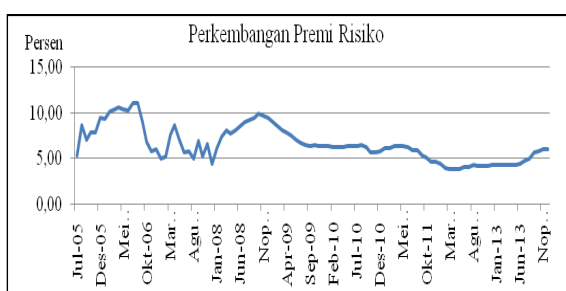
Selama krisis finansial 2008, target *the Fed rate* tidak efektif dalam mencapai tujuan kebijakan moneter yang ditargetkan oleh *the Fed* tercermin dari penurunan pertumbuhan *output* menjadi 2.2% yang sebelumnya mencapai 2.29% (Bank Indonesia, 2007). Pada bulan November 2008, *the Fed* mengumumkan untuk menggunakan instrumen kebijakan moneter baru. Sejak pengumuman tersebut, *the Fed* tidak menetapkan target *the Fed rate* secara eksplisit melainkan hanya menetapkan batas atas dan batas bawah dari *the Fed rate*. Batas atas *the Fed rate* ditetapkan sebesar 0.25%, sedangkan batas

bawahnya sebesar 0% (Fawley and Juvenal, 2012).

Instrumen kebijakan moneter *the Fed* yang baru adalah *Credit Easing*. Tujuan dari *credit easing* adalah untuk menambah stimulus moneter guna menstimulasi perekonomian A.S. agar mencapai tujuan kebijakan moneter, karena target *the Fed rate* telah mendekati nol (Blanchard *et.al.*, 2010). Meskipun *the Fed* menggunakan *credit easing*, akan tetapi *the Fed* tetap menggunakan target *the Fed rate* untuk mencerminkan arah kebijakan moneter *the Fed*.

Memasuki triwulan ketiga tahun 2013, *the Fed* mengumumkan untuk mengurangi stimulus moneter (*tapering*) jika tujuan kebijakan moneter *the Fed* dapat tercapai dan kondisi perekonomian mulai stabil. Pernyataan *the Fed* kembali mendorong sentimen para investor untuk melakukan penarikan dana keluar dari Indonesia. Sentimen investor menyebabkan ketidakstabilan pasar finansial domestik. Hal ini ditunjukkan dari premi risiko dalam negeri yang cenderung meningkat.

Gambar 4
Perkembangan Premi Risiko Periode
2005:07-2013:12



Sumber : Statistik Ekonomi Dan Keuangan Indonesia-BI

Berdasarkan pergerakan runtun waktu dari variabel premi risiko pada Gambar 4, tampak bahwa adanya isu *tapering the Fed* menyebabkan premi risiko meningkat dari 4.95% menjadi 5.55%. Selama triwulan ke-IV tahun 2013 premi risiko masih relatif tinggi berada pada kisaran 5% dan ditutup sebesar 5.92% di tahun 2013. Hal yang serupa terjadi pada puncak krisis finansial pada November 2008, premi risiko meningkat dari periode sebelumnya 7.46% menjadi 9.62%. Berdasarkan uraian pada latar belakang, maka permasalahan yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah :

1. Bagaimanakah hubungan antar variabel *BI rate*, target *the Fed rate*, *capital flow*, kurs IDR/USD dan premi risiko ?
2. Bagaimanakah pengaruh target *the Fed rate*, *capital flow*, kurs IDR/USD dan premi risiko terhadap *BI rate* ?
3. Bagaimanakah dampak kebijakan moneter *the Fed* (target *the Fed rate*) terhadap kebijakan moneter BI (*BI rate*) ?
4. Berapa besar kontribusi dampak kebijakan moneter konvensional *the Fed* (target *the Fed rate*) dalam menjelaskan dinamika kebijakan moneter BI (*BI rate*) ?

Metode Penelitian

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Auto Regression* (VAR) dengan model alternatif *Vector Error Correction Model* (VECM).

Penentuan variabel diadopsi dari beberapa penelitian terdahulu yang dicantumkan dalam tinjauan empirik. Sedangkan pembentukan model merupakan modifikasi model dari alat analisis yang digunakan. Model ekonometrika yang digunakan untuk menjelaskan dampak kebijakan moneter *the Fed* terhadap kebijakan moneter BI adalah sebagai berikut :

$$\sum_{i=1}^p \gamma_i rBI_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i rFED_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i CF_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i Risk_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i ER_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

Dimana :

- z_t = semua variabel penelitian meliputi rBI , $rFED$, CF , $Risk$ dan ER .
- rBI = suku bunga kebijakan BI (BI Rate)
- $rFED$ = suku bunga kebijakan *the Fed* (target *the Fed* rate)
- CF = *Capital flows*
- $Risk$ = Premi risiko
- ER = kurs IDR/USD
- γ dan λ = parameter dalam bentuk matrikspolinomial dengan *lag* operator p .
- ε_{it} = *error term*
- p = panjang lag VAR

Impulse Responses

Impulse responses melacak respon dari variabel endogen di dalam sistem VAR karena adanya goncangan (*shock*) atau perubahan di dalam variabel gangguan (Widarjono,2007). *Impulse responses* digunakan untuk melihat efek gejala (*shock*) suatu standar deviasi dari variabel inovasi terhadap nilai sekarang (*current time values*) dan nilai yang akan datang (*future values*) dari variabel-variabel

endogen yang terdapat dalam model yang diamati (Gujarati,2003).

Variance Decomposition

Analisis *variance decomposition* menggambarkan relatif pentingnya setiap variabel di dalam sistem VAR karena adanya *shock*. *Variance decomposition* berguna untuk memprediksi kontribusi persentase varian setiap variabel karena adanya perubahan variabel tertentu dalam sistem VAR (Widarjono,2007). Pada dasarnya hal ini merupakan metode lain untuk menggambarkan sistem dinamis yang terdapat dalam VAR. Hal ini digunakan untuk menyusun perkiraan *error variance* suatu variabel, yaitu seberapa besar perbedaan antara *variance* sebelum dan sesudah *shock*, baik *shock* yang bersumber dari diri sendiri maupun *shock* dari variabel lain (Gujarati,2003).

Hasil dan Pembahasan

Data penelitian sudah melalui berbagai prosedur pengujian awal dan menjadi data yang telah stasioner dan terkointegrasi maka dapat dipastikan adanya hubungan jangka panjang dan pendek antar variabel. Oleh karena itu model VECM dapat digunakan untuk penelitian ini. Hasil estimasi VECM ditampilkan pada tabel 1.

Tabel 1

Variabel	rBI	Rfed	Risk	CF	ER
Jangka panjang					
	1.000.000	-0.649878 [-7.33330]	-0.109133 [-0.97976]	-3.09E-06 [-0.00573]	-0.000379 [-1.70444]
Jangka pendek					
(-1)	0.342752 [2.87945]	-0.013901 [-0.14576]	0.016908 [0.63330]	-5.78E-07 [-0.00646]	1.31E-05 [0.23751]
(-2)	0.115937 [0.95078]	0.275273 [2.79604]	0.021422 [0.79843]	2.23E-05 [0.25545]	9.39E-05 [1.70650]
(-3)	0.122313 [1.21772]	-0.074058 [-0.70827]	-0.037972 [-1.40893]	4.66E-05 [0.54541]	-0.000266 [-4.10862]
(-4)	0.060378 [0.65854]	-0.043450 [-0.43042]	0.015672 [0.56054]	0.000105 [1.20444]	-7.21E-05 [-0.87460]
(-5)	0.062445 [0.76002]	-0.386858 [-4.32858]	-0.046522 [-1.74484]	-7.26E-05 [-0.83111]	-7.84E-05 [-1.01057]
(-6)	0.183132 [2.46082]	-0.046227 [-0.48194]	0.013104 [0.52622]	-4.84E-05 [-0.53653]	-5.89E-05 [-0.82823]

$R^2 = 0.760717$

F-Stat = 6.460863

Berdasarkan tabel tersebut, diperoleh F-statistik sebesar 6.46 dimana lebih besar dengan F-tabel sebesar 2.32, maka dapat ditarik simpulan semua variabel (target *the Fed rate*, *capital flow*, kurs IDR/USD dan premi risiko) secara bersama-sama berpengaruh terhadap BI rate.

Analisis Hasil *Impulse Response*

Mekanisme transmisi dampak kebijakan moneter *the Fed* (target *the Fed rate*) terhadap kebijakan moneter BI (BI rate) secara ringkas ditunjukkan oleh skema berikut :

Target *the Fed rate* ↑ → *capital outflow* ↑

→ Kurs IDR/USD ↓ → BI Rate ↑

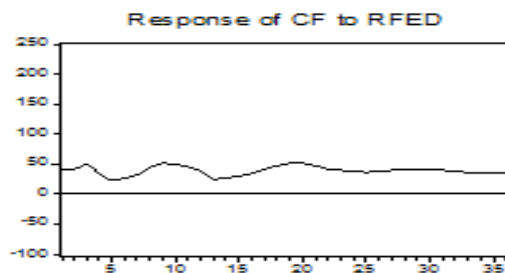
Target *the Fed rate* ↓ → *capital inflow* ↑ →

Kurs IDR/USD ↑ → BI Rate ↓

Disimpulkan bahwa pada periode kebijakan moneter konvensional, suku bunga target *the Fed rate* berpengaruh positif terhadap dinamika suku bunga BI rate. Mekanisme transmisi dampak kebijakan moneter konvensional *the Fed* dijabarkan pada uraian berikut. Guncangan target *the Fed rate* sebesar satu standar deviasi akan menyebabkan perubahan *capital outflow* sebesar 41.82% pada periode pertama dengan arah positif. Artinya, suku bunga target *the Fed rate* berpengaruh positif terhadap *capital outflow*. Ketika suku bunga target *the Fed rate* meningkat, maka menyebabkan arus modal keluar (*capital outflow*) semakin meningkat. Hal ini sesuai dengan Setiawan (2010) dan Yahya (2007) yang juga mendapatkan hasil *impulse response* bahwa perubahan tingkat suku bunga target *the*

Fed rate akan mempengaruhi aliran modal keluar.

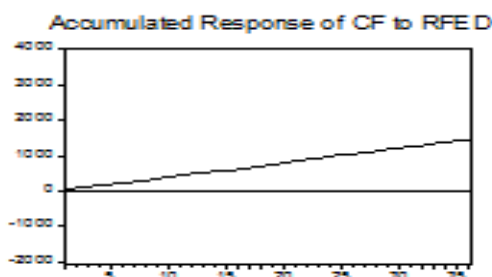
Gambar 5
Respon *Capital Flow* Terhadap
Guncangan *Target the Fed Rate*



Sumber: Lampiran G.1

Seberapa besar respon *capital outflow* terhadap guncangan suku bunga target *the Fed rate* dapat dilihat pada Gambar 5. *Capital outflow* akan terus berfluktuasi sampai akhir periode. Secara akumulatif, respon *capital outflow* terhadap guncangan suku bunga target *the Fed rate* tetap positif. Hal ini dapat dilihat pada Gambar 6 di bawah ini. Dapat dilihat pada gambar, respon *capital outflows* mengalami peningkatan signifikan mulai periode ke-15 hingga akhir periode yang ditetapkan yaitu periode ke-36.

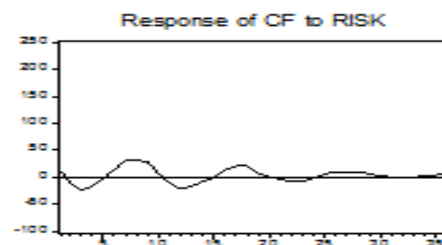
Gambar 6
Akumulasi Respon *Capital Flow*
Terhadap Guncangan *Target the Fed*
Rate



Sumber: Lampiran G.2

Selain itu, guncangan premi risiko (diproksi dengan suku bunga PUAB *overnight*) sebesar satu standar deviasi akan direspon oleh *capital inflow* sebesar 11.24% pada periode pertama dengan arah positif. Pada periode ke-2 sampai dengan periode ke-5 terjadi fluktuasi dimana guncangan premi risiko direspon negatif oleh *capita inflow*. Pada periode ke-6 sampai dengan periode ke-10 respon kembali positif dan terus berfluktuasi sampai periode ke-24. Namun, sampai dengan periode ke-24 respon *capital inflow* menjadi positif sampai akhir periode seperti yang terlihat pada Gambar 16 dan hanya pada periode ke-32 mengalami respon negatif.

Gambar 7
Respon *Capital Flow* Terhadap
Guncangan Premi Risiko

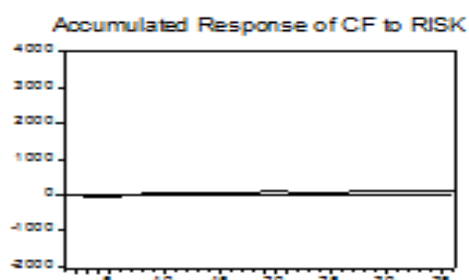


Sumber: Lampiran G.1

Respon *capital inflow* yang positif terhadap premi risiko sesuai dengan teori yang ada, sedangkan respon *capital inflow* yang negatif juga didapat dalam penelitian Indawan, dkk (2013) yang menunjukkan bahwa ketika terjadi peningkatan suku bunga PUAB *o/n*, menyebabkan investor melakukan net jual atas aset portofolio yang dimiliki. Oleh karena itu, secara akumulatif, respon *capital inflow* terhadap

premi risiko dalam penelitian ini mengalami fluktuasi positif dan negatif.

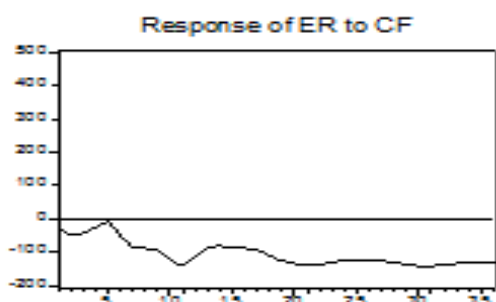
Gambar 8
Akumulasi Respon *Capital Flow*
Terhadap Guncangan Premi Risiko



Sumber: Lampiran G.2

Selanjutnya, guncangan *capital outflow* sebesar satu standar deviasi menyebabkan perubahan kurs IDR/USD sebesar 16% pada periode pertama dengan arah negatif (kurs IDR/USD terapresiasi) sampai dengan akhir periode yaitu periode ke-36.

Gambar 9
Respon Kurs IDR/USD terhadap
Guncangan *Capital Flow*

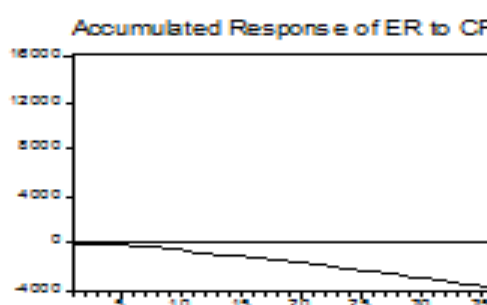


Sumber : Lampiran G.1

Secara akumulasi, guncangan *capital outflow* direspon negatif oleh kurs IDR/USD. Guncangan *capital outflow* terhadap kurs IDR/USD direspon paling

besar pada periode ke-4 sebesar 113% dan terus meningkat rata-rata 80%. Setiawan (2010) menyimpulkan bahwa variabel nilai tukar memiliki respon tercepat dan terbesar dalam merespon guncangan faktor eksternal. Hal ini merepresentasikan bahwa dampak guncangan faktor eksternal disalurkan melalui saluran nilai tukar.

Gambar 10
Akumulasi Respon Kurs IDR/USD
terhadap Guncangan *Capital Flow*

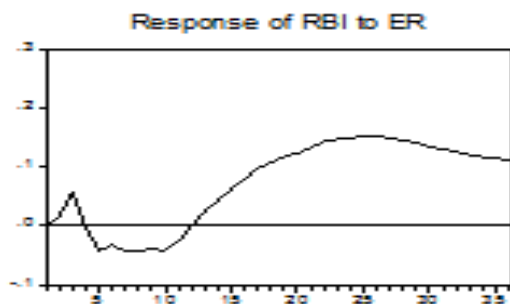


Sumber : Lampiran G.2

Perubahan nilai tukar IDR/USD selanjutnya akan direspon oleh tingkat suku bunga BI *rate* yang ditampilkan pada Gambar 20. Guncangan nilai tukar IDR/USD sebesar satu standar deviasi akan menyebabkan perubahan BI *rate* sebesar 0.016% pada periode ke-2 dengan arah positif, sedangkan pada periode pertama tidak direspon. Hal ini sesuai dengan penetapan suku bunga BI *rate* yang bersifat *forward looking* dan antisipatif. Pada periode ke-4 sampai periode ke-12 guncangan kurs IDR/USD direspon negatif oleh BI *rate*. Namun pada periode selanjutnya, respon kembali positif. Perubahan BI *rate* akibat guncangan nilai tukar IDR/USD meningkat ke-4 sebesar 0.02%. Peningkatan tingkat suku bunga BI *rate* yang relatif kecil mencerminkan sikap BI

yang berlandaskan prinsip kehati-hatian (*prudential*) dalam menetapkan arah kebijakan moneter.

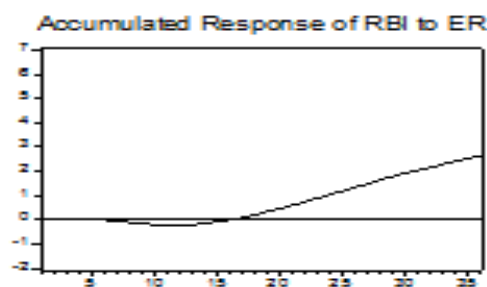
Gambar 11
Respon BI rate terhadap Guncangan
Kurs IDR/USD



Sumber : Lampiran G.1

Secara akumulasi, guncangan kurs IDR/USD terhadap suku bunga BI rate direspon positif.

Gambar 12
Akumulasi Respon BI Rate terhadap
Guncangan Kurs IDR/USD



Sumber : Lampiran G.4

Berdasarkan hasil *impulse response* bahwa dampak target *the Fed rate* terhadap kebijakan moneter BI (*BI rate*) melalui transmisi *capital flow* direspon positif oleh *BI rate*. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian Juoro (2013), dimana kenaikan target *the Fed rate* akan diikuti oleh

kenaikan *BI rate*. Hal ini menunjukkan kebijakan moneter yang diterapkan BI akan menyesuaikan dengan tingkat suku bunga dunia (r^* dalam hal ini suku bunga target *the Fed rate*) dan sesuai dengan asumsi teori Mundell-Flemming. Maka dapat disimpulkan, terdapat kesesuaian dengan hipotesis ketiga dimana dampak kebijakan moneter konvensional *the Fed* (target *the Fed rate*) direspon positif oleh *BI rate*.

Analisis Hasil *Variance Decomposition*

Hasil analisis *variance decomposition* disajikan pada sebagai berikut.

Tabel 2
Hasil *Variance Decomposition*

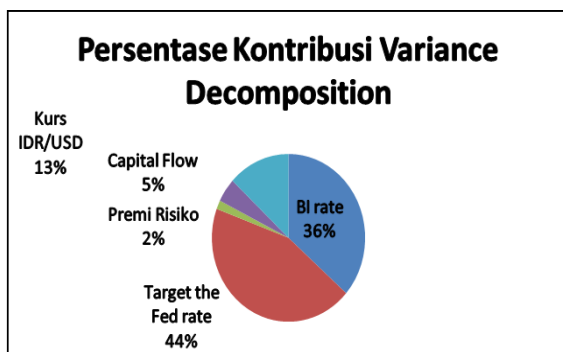
Horizon waktu	Persentase kontribusi				Kurs IDR/USD
	BI rate	Target <i>the Fedrate</i>	Premi Risiko	Capital Flow	
1	00.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
4	9.093.830	5.597.623	1.276.207	0.023237	2.164.634
8	7.493.503	1.958.176	2.231.945	0.805357	2.445.902
12	6.821.586	2.476.052	3.261.569	1.153.403	2.608.642
18	5.578.142	3.304.394	3.291.536	1.735.562	6.147.546
24	4.205.692	3.981.515	2.546.882	3.685.286	1.189.577
36	3.646.124	4.416.295	1.692.237	4.624.358	1.305.922

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan hasil *variance decomposition* yang ditunjukkan pada Tabel di atas, dapat disimpulkan bahwa dinamika kebijakan moneter BI (dinamika *BI rate*) pada periode pertama paling besar dijelaskan oleh *BI rate* itu sendiri yaitu sebesar 100%. Pada periode ke-4 sampai dengan periode ke-24 dinamika *BI rate* sebagian besar masih dijelaskan oleh variabel *BI rate* itu sendiri meskipun mengalami penurunan jika dibandingkan

dengan besaran kontribusi di periode pertama. Pada periode terakhir, dinamika *BI rate* paling besar dijelaskan oleh target *the Fed rate*. Sedangkan variabel lain yang juga cukup besar dalam menjelaskan dinamika *BI rate* yaitu kurs IDR/USD yaitu sebesar 2.16% pada periode ke-2 dan terus meningkat hingga sebesar 13% pada akhir periode.

Gambar 13
Persentase Besaran Kontribusi *Variance Decomposition*



Sumber : Data sekunder yang diolah

Variabel *capital flow* menjelaskan dinamika *BI rate* sebesar 0.2% pada periode ke-2 dan mengalami peningkatan paling besar pada periode ke-8 sebesar 4.62%. Untuk variabel premi risiko memberikan kontribusi paling kecil dalam menjelaskan dinamika *BI rate* yaitu sebesar 1.2% pada periode ke-2 dan terus mengalami peningkatan sampai periode ke-18. Pada periode ke-36 besaran kontribusi premi risiko mengalami penurunan menjadi sebesar 1.67%. Berdasarkan uraian hasil analisis *variance decomposition*, bahwa variabel target *the Fed rate* memiliki kontribusi paling besar dalam menjelaskan dinamika *BI rate*.

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan dapat ditarik kesimpulan :

1. Semua variabel penelitian terdapat kausalitas satu arah kecuali variabel *capital flows*. Variabel target *the Fed rate* memiliki kausalitas satu arah ke *BI rate*; kurs IDR/USD memiliki kausalitas satu arah ke *BI rate*; dan *BI rate* memiliki kausalitas satu arah ke premi risiko.
2. Secara bersama-sama variabel target *the Fed rate*, *capital flow*, kurs IDR/USD dan premi risiko berpengaruh terhadap variabel *BI rate*
3. Dampak kebijakan moneter *the Fed* (target *the Fed rate*) terhadap kebijakan moneter BI yang ditransmisikan melalui saluran *capital flow* direspon positif oleh *BI rate*.
4. Dampak kebijakan moneter *the Fed* terhadap *BI rate* sebagian besar dijelaskan oleh target *the Fed rate* dengan persentase sebesar 44%.

Saran

Penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel makroekonomi untuk dapat menjelaskan dampak kebijakan moneter *the Fed* terhadap kebijakan moneter BI yang ditransmisikan melalui sektor riil.

Daftar Pustaka

- Awaluddin, Imam, 2004, "Nilai Tukar Rupiah Riil Equilibrium Sebelum dan Selama Masa Krisis", *Jurnal Ekonomi dan Pembangunan Indonesia*. vol.4, no. 2
- Bank Indonesia. 2007. *Laporan*

- Perekonomian Indonesia. tahun 2007 : Bab 11 Perekonomian Dunia dan Kerja Sama Internasional.* Jakarta
- _____. 2009. *Krisis Finansial Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia 2009-2014.* Jakarta
- _____. 2005. *Laporan Tahunan Perekonomian Indonesia.* Jakarta
- Bernanke, Ben S. 2009. "The Crisis and the Policy Response". Federal Reserve System
- Bisnis Indonesia. 2014. *Setelah Pimpin The Fed Apa yang Dilakukan Janet Yellen.* Diakses dari <http://m.bisnis.com/quick-news> pada tanggal 18 Maret 2014
- Board of Governors of the Federal Reserve System, 2014 *Purpose and Functions of the Federal Reserve System.* <http://www.federalreserve.gov>
- Blanchard et.al., 2010. *Rethinking Macroeconomic policy.* IMF
- Carlson, et.al., 2009. *Credit Easing: A Policy for a Time of Financial Crisis.* FRB of Cleveland.
- Cheng, Jen-Chi and Virjverberg, Cgu-Ping. 2012. "Economic Shocks and The Fed's Policy—The Transmission Conduit and Its International Linkage". Barton School of Business, Wichita State University, USA.
- Edward, S. dan M.S. Khan. 1985. *Interest Rate Determination in Developing Countries.* IMF Staff Paper No. 32.
- Fawley, Brett W., and Juvenal, Luciana. 2012. *Quantitative Easing: Lessons We've Learned.* The Regional Economist of Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Federal Reserve System. 2005. *Purpose and Functions.* Washington DC: Board of Governor of the Federal Reserve System. Diakses dari www.federalreserve.gov pada 18 Maret 2014
- Ho, Corrinne. 2008. "Implementing Monetary Policy in the 2000s : Operating Procedures in Asia and Beyond", Monetary and Economic Department, BIS Working Papers No.253. Diakses dari <http://ssrn.com/abstract=1165178> pada 18 Maret 2014
- Indawan, dkk. 2013. *Capital Flows di Indonesia : Perilaku, Peran, dan Optimalitas Penggunaannya bagi Perekonomian.* Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan. Diakses dari www.bi.go.id pada 18 Maret 2014
- Joyce, M., Miles, D., Scott, A., & Vayanos, D., 2012. "Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy- An Introduction". *The Economic Journal.* Vol.122 no.564, hal.271-288
- Juoro, Umar. 2013. *Model Kebijakan Moneter Dalam Perekonomian Terbuka Untuk Indonesia.* Bank Indonesia. Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan. Diunduh dari www.bi.go.id pada 18 Maret 2014
- Kamin, B Steven. 2010. *Financial Globalization and Monetary Policy.*

- Federal Reserves. Diakses dari www.federalreservegov.gov pada 18 Maret 2014
- Mankiw, N. Gregory. *Teori Makro Ekonomi* Edisi Kelima. Harvard Univesity.
- McCharthy, Jonathan. 2011. *The Federal Reserve and Monetary Policy*. The Federal Reserve Bank of New York. Diakses dari www.newyorkfed.org pada 18 Maret 2014
- Mishkin, Federic S. 2009. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*, Buku 2 Edisi 8. Jakarta : Salemba Empat
- Muelgini, et.al. 2005. *Domestic and International Transmission Effect on Inflation in Indonesia*. "Makalah Disajikan pada Seminar Akademik Tahunan Ekonomi II Indonesian Economy under Gobal Changes : Strengthening Monetary-Fiscal Stability and Real Sector to Accelerate Economic Growth" Kerjasama FEUI-BI. Jakarta
- Nanga, Muana. 2005. *Makro Ekonomi Teori, Masalah, dan Kebijakan*. PT Raja Grafindo Persada. Jakarta
- Nobili, Andrea, and Stefano Neri. 2006. *The Transmission of Monetary Policy Shocks From US to the Euro Area*. Bank of Italy.
- Nopirin.1992. *Ekonomi Moneter*, Buku I Edisi 4. BPFE.Yogyakarta
- Pratama, Indra. 2012."Analisis Penerapan Friedman Rule, Mccullum Rule, dan Taylor Rule Pada Kebijakan Moneter Indonesia Periode 2000:01-2005:06 dan 2005:07-2011:12".Universitas Lampung
- Prastowo, Nugroho Joko. 2008. *Dampak BI Rate terhadap Pasar Keuangan : Mengukur Signifikansi Respon Instrumen Pasar Keuangan Terhadap Kebijakan Moneter*. Bank Indonesia. Working Paper/21/2007. Diakses di www.bi.go.id pada 18 Maret 2014
- Richard et al. 2002. "A Simple Framwork for International Monetary Policy Analysis." National Beurau of Economic Research. Cambrige
- Sasmita, TyasDwi. 2011. "Analisis Dampak Langsung (Pass-Through Effect) Nilai Tukar Rupiah per Dolar Amerika Serikat Terhadap Inflasi di Indonesia (Periode 200.01-2010.12)".Universitas Lampung
- Setiawan, Wawan. 2010. "Analisis Dampak Fluktuasi Perekonomian Global Terhadap Kebijakan Moneter". Universitas Indonesia
- Senbet, Dawit, 2008, "Measuring the Impact and International Transmssion of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach". *European Journal of Economics, Finance and Administrative Science*.
- Sukirno, Sadono. 1994. *Pengantar Teori Makro Ekonomi*. Edisi Kedua. Jakarta : PT. Raja Grafiindo Persada. Jakarta
- Undang-Undang No. 29 Tahun 1999 Tentang Bank Indonesia
- Undang-Undang No. 3 Tahun 2004 Tentang Perubahan Undang-Undang No. 29 Tahun 1999

Tentang Bank Indonesia

Widarjono, Agus. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. Ekonisia, Yogyakarta

Yahya, Ibnu. 2007. "*Efektivitas Kebijakan Moneter dalam Menangani Dampak Variabel Shock Eksternal pada Rezim Nilai Tukar Mengambang Bebas (Model Structural VAR : Periode 1997:8-2006:12)*". Skripsi. Universitas Indonesia Jakarta