

# Kontribusi SBPU bagi Manajemen Likuiditas\*

Djisman S. SIMANDJUNTAK

Keseimbangan pendapatan nasional menurut sumbernya (penawaran) dengan pendapatan nasional menurut penggunaannya (permintaan) merupakan salah satu sasaran pokok dari kebijakan ekonomi. Jika yang terakhir lebih rendah dari yang pertama, maka dibutuhkan injeksi permintaan dan untuk itu diperlukan ekspansi moneter. Sebaliknya jika permintaan lebih besar dari penawaran, maka dibutuhkan kontraksi moneter. Karena itu dikenal suatu strategi moneter yang berorientasi pada potensi produksi di mana perubahan moneter disesuaikan dengan perubahan yang diantisipasi dalam penawaran. Penyesuaian ini dapat saja dilakukan oleh Bank Sentral melalui hubungan kredit langsung dengan rumah tangga di luar lembaga keuangan (selanjutnya disebut perusahaan). Tetapi operasi seperti itu akan berarti persaingan (tidak jujur) antara Bank Sentral dan bank-bank umum dan yang pertama akan menjadi satu di antara bank-bank dan tidak lagi bank dari bank-bank. Karena itu pulalah, melalui Kebijakan 1 Juni 1983, Bank Indonesia perlahan-lahan menarik diri dari hubungan kredit langsung dengan perusahaan dan berusaha mengendalikan likuiditas ekonomi melalui pengendalian likuiditas lembaga keuangan.

Manajemen likuiditas seperti yang disebut terakhir dapat bertumpu pada alat yang bersifat langsung seperti pagu kredit. Tetapi Kebijakan 1 Juni 1983 justru mengandalkan alat-alat yang bersifat tidak langsung. Sebagian di antaranya sudah dalam operasi, yaitu Sertifikat Bank Indonesia dan Fasilitas Diskonto. Tetapi itu belum cukup. Meskipun tampaknya karena terdesak oleh dampak kontraktif pengembalian kredit khusus yang diberikan ketika pasar antar bank sangat tegang bulan September 1984, Bank Indonesia mengumumkan instrumen baru yang disebut Surat Berharga Pasar Uang (SBPU). Mengingat keputusan ini berbau gali lubang tutup lubang, seolah-olah perdagangan

---

\*Karangan ini pernah dimuat di *Suara Karya*, 24 Januari 1985.

SBPU tiada lain dari pembaruan kredit khusus dengan nama lain. Tetapi bahwa yang dimaksud tidak hanya itu dan bahwa SBPU dapat diandalkan dalam manajemen likuiditas, asalkan beberapa syarat terpenuhi, akan diuraikan dalam bagian berikut.

## DAMPAK LIKUIDITAS SBPU

Sebagai bagian instrumen pengendalian tidak langsung dari likuiditas lembaga keuangan SBPU termasuk ke dalam instrumen operasi pasar terbuka, yaitu pembelian atau penjualan surat-surat berharga di pasar uang atas nama Bank Indonesia. Kalau Bank Indonesia menghendaki ekspansi moneter, maka ia akan membeli SBPU yang menghasilkan kenaikan saldo likuiditas lembaga keuangan dan karena itu juga ruang gerak pemberian kredit. Sebaliknya penjualan SBPU akan menurunkan saldo likuiditas lembaga keuangan dan karena itu ruang gerak penciptaan kredit. Namun demikian, masing-masing transaksi melahirkan dampak moneter yang berbeda, tergantung dari apakah operasi pasar terbuka tersebut dilakukan oleh Bank Indonesia dengan perusahaan atau lembaga keuangan.

Dua dari tiga jenis SBPU yang akan diperkenalkan dalam waktu dekat adalah SBPU perusahaan, yaitu surat aksep atau promes nasabah bank dalam rangka transaksi kredit dengan lembaga keuangan dan wesel pihak ketiga yang diaksep oleh nasabah bank. Endorsemen atau penanggungjawaban oleh lembaga keuangan tertentu akan membuat SBPU ini menjadi sangat likuid. Bahkan ia dapat mengganti kredit tunai dan disebut Kredit SBPU karena dapat didiskonto setiap saat oleh pemegangnya dengan kondisi yang menguntungkan.

Ada dua jalur bagi SBPU ini untuk memasuki pasar uang. Pertama melalui penjualan oleh perusahaan sendiri. Dan kalau pembelinya adalah Bank Indonesia, maka transaksi ini menjadi transaksi operasi pasar terbuka. Pada umumnya, dampak likuiditas transaksi ini adalah kenaikan saldo likuiditas lembaga keuangan, khususnya bank perusahaan yang menjual SBPU. Jalur kedua adalah rediskonto oleh lembaga keuangan. Kalaupun ini adalah bagian operasi pasar terbuka, saldo likuiditas lembaga kredit tidak berubah menurut jumlah. Yang terjadi adalah perubahan komposisi saldo likuiditas, yaitu penurunan jumlah SBPU di satu pihak dan kenaikan alat likuid yang berasal dari Bank Indonesia di lain pihak. Ruang gerak penciptaan kredit lembaga keuangan, dengan demikian, tidak berubah. Lain halnya kalau ruang gerak tersebut dipengaruhi oleh komposisi saldo likuiditas. Tetapi tampaknya tidak demikian halnya. Karena itu operasi pasar terbuka dengan SBPU yang berasal dari lembaga keuangan adalah tidak seampuh jalur pertama yang telah diuraikan di atas.

Yang ketiga di antara SBPU yang akan diperkenalkan disebut surat aksep lembaga keuangan dalam rangka pinjaman antar bank. Operasi pasar terbuka dengan SBPU jenis ini mempunyai dampak likuiditas yang pada dasarnya adalah sama dengan jalur kedua yang disebut di atas. Pembelian SBPU ini oleh Bank Indonesia tidak mempengaruhi saldo likuiditas lembaga keuangan secara keseluruhan. Dan memang yang diharapkan dari SBPU ini adalah kebergunaan pasar uang antar bank sendiri dalam arti bahwa lembaga dengan saldo likuiditas yang kurang dapat memperoleh alat likuid dari lembaga dengan saldo likuiditas yang lebih. Namun demikian, SBPU ini dapat memberi sumbangan bagi perbaikan likuiditas perusahaan, terutama kalau di kalangan nasabah bank ada keengganan untuk berpindah bank.

Uraian di atas menunjukkan bahwa operasi dengan SBPU, apakah itu berupa operasi pasar terbuka atau hanya operasi antara lembaga kredit dengan perusahaan, adalah monetarisasi piutang dagang, yaitu penguangan piutang yang belum jatuh waktu. Dapat juga disebut monetarisasi utang dagang karena piutang suatu perusahaan pada waktu yang sama adalah utang perusahaan lain. Tetapi apakah dan sejauh mana operasi pasar terbuka Bank Indonesia akan melahirkan dampak likuiditas yang dikehendaki, adalah sangat tergantung dari banyak syarat yang akan dibahas belakangan.

### DAMPAK LAIN

Tentu saja dampak SBPU, termasuk yang menjadi obyek operasi pasar terbuka, tidak terbatas pada dampak likuiditas. Setiap operasi terbuka mempengaruhi juga tingkat bunga. Misalkan Bank Indonesia menjual SBPU, maka tingkat bunga untuk uang jangka pendek akan cenderung naik. Likuiditas yang dapat digunakan oleh lembaga keuangan dalam pasar modal akan berkurang sehingga kurs SBPM (Surat Berharga Pasar Modal) akan turun. Itu berarti kenaikan tingkat bunga di pasar modal yang pada gilirannya dapat menghambat investasi, khususnya di sektor yang sangat padat modal seperti konstruksi.

Dari apa yang dikemukakan terakhir dapat disimak bahwa operasi pasar terbuka yang simultan dengan SBPU dan SBPM dan disebut "twist operation" dapat menjadi instrumen yang handal. Kalau Bank Indonesia mengkhawatirkan ekspor uang karena tingkat bunga yang rendah, maka ia dapat menjual SBPU dan tingkat bunga uang akan naik. Pada waktu yang sama ia perlu mencegah penurunan kurs SBPM atau kenaikan tingkat bunga modal dan untuk itu ia membeli SBPM. Dua alat sekali tepuk, meskipun harus digarisbawahi bahwa lokalisasi kenaikan tingkat bunga di pasar uang hanya bersifat sementara. Tetapi itu pun dapat sangat bermanfaat bagi ekonomi yang terbuka seperti ekonomi Indonesia dalam ekonomi dunia yang sering dilanda oleh fluktuasi singkat.

Dampak ketiga yang perlu disebut adalah dampak alokasi. Walaupun setiap perusahaan dan lembaga keuangan dapat menerbitkan surat berharga seperti promes, yang relevan adalah "kelayakan pasar" masing-masing surat berharga. Ia adalah fungsi dari bonafiditas penerbit surat berharga. Karena itu, kebijakan moneter yang mengandalkan operasi pasar terbuka mempunyai dampak alokatif dalam arti bahwa lebih banyak dari sumber keuangan yang terbatas akan mengalir ke perusahaan dan lembaga keuangan yang lebih bonafit. Itu tidak berarti bahwa yang kurang bonafit di antara pencari likuiditas akan "gigit jari." Yang harus diperhitungkan adalah bahwa mereka akan mendapat "kuota rediskonto" yang lebih rendah dibanding yang lebih bonafit. Tetapi hal serupa juga berlaku bagi setiap instrumen moneter, kecuali kalau instrumen tertentu dijadikan instrumen non-moneter walaupun tetap diuluki sebagai instrumen moneter.

Dampak alokatif ini tidak boleh dicampurbaurkan dengan dampak pemerataan. Tidak setiap instrumen kebijakan ekonomi harus menjadi instrumen kebijakan kesejahteraan pada waktu yang sama. Tugas utama operasi pasar terbuka, termasuk yang dengan SBPU, adalah manajemen likuiditas ekonomi sehingga keseimbangan permintaan dan penawaran yang disebut dalam pembukaan tulisan ini dapat dipelihara. Kalau keseimbangan ini dapat dipelihara maka akan terbuka berbagai peluang bagi kebijakan kesejahteraan.

Bagi peningkatan ekspor pun operasi pasar terbuka dapat melahirkan dorongan, kalau memang dikehendaki. Bank Indonesia dapat saja memberlakukan kondisi pembelian yang lebih menguntungkan atau bahkan memberikan kuota rediskonto yang lebih tinggi bagi wesel ekspor, asalkan dapat diusahakan bahwa fasilitas tersebut tidak disalahgunakan seperti terjadi dalam sertifikat ekspor. Analog, operasi pasar terbuka dengan SBPU dapat juga disesuaikan dengan prioritas sektoral. Namun demikian, diferensiasi seperti ini kiranya adalah tugas yang sulit, kalau bukan yang menghambat, dalam pasar uang yang masih sangat terbelakang. Yang hendak dikemukakan adalah peluang-peluang yang terbuka melalui instrumen ini.

## EKSPERIMENTASI

SBPU adalah bukan bayi ajaib yang dapat memukul gamelan sebelum lahir. Jika semua perusahaan dan lembaga keuangan berduyun-duyun melongok ke pasar uang sambil menjajakan surat berharganya sehingga yang tampil sebagai penawar likuiditas hanya Bank Indonesia atau yang bertindak atas namanya, maka adalah sulit untuk menyebut itu sebagai pasar uang. Tetapi adegan seperti ini kiranya adalah kekecualian. Sebagian di antara peserta pasar uang adalah penawar uang tipikal sementara yang lain pada

dasarnya adalah peserta yang mencari alat likuid. Semakin heterogen peserta pasar uang, semakin dapat diharapkan bahwa ia akan berfungsi. Sebaliknya kalau peserta pasar tersebut terdiri dari bank-bank dengan bisnis yang sama, maka SBPU pun tidak akan banyak membantu bagi keberfungsian pasar uang.

SBPU sebagai kertas investasi berhadapan dengan banyak sekali saingan. Di pasar uang sendiri, ia bersaing dengan deposito berjangka pendek, Sertifikat Bank Indonesia, sertifikat lembaga keuangan, saham-saham dan obligasi. Singkatnya, ia bersaing dengan semua surat-surat investasi yang layak pasar, kecuali kalau pemisahan pasar uang dari pasar modal dipertahankan dalam arti bahwa dalam yang pertama diperdagangkan hanya surat-surat berjangka pendek (bills only). Saingan lain pun masih ada seperti swap, khususnya kalau penanam dana (investor) memperhitungkan depresiasi rupiah yang tidak dapat diimbangi oleh perbedaan tingkat bunga dengan luar negeri.

Masih banyak syarat lain yang harus dipenuhi agar SBPU dapat berfungsi sebagai instrumen operasi pasar terbuka. Pertanyaan kelembagaan termasuk di antaranya seperti yang menyangkut ketentuan-ketentuan tentang kelayakan pasar SBPU tertentu yang akan sangat mempengaruhi sejauh mana SBPU dapat diandalkan dalam operasi pasar terbuka. Tetapi setiap pengenalan dengan instrumen baru adalah penuh dengan pertanyaan. Mereka tidak mengurangi arti eksperimentasi SBPU sebagai bagian perangkat instrumen manajemen likuiditas yang perlu diarahkan lebih banyak pada potensi, di tingkat makro maupun mikro, daripada pada tolok ukur lain. Tentu saja hasil eksperimentasi ini akan tergantung dari pemenuhan syarat-syarat yang untuk sebagian telah diuraikan di atas.