



INTERAKSI KEBIJAKAN MONETER DAN FISKAL DALAM MENGELOLA PEREKONOMIAN INDONESIA

Orator:
Chandra Utama, S.E., M.M., M.S.C



Dies Natalis Ke-65
Fakultas Ekonomi
Universitas Katolik Parahyangan
Bandung 22 Januari 2020

Interaksi Kebijakan Moneter dan Fiskal dalam Mengelola Perekonomian Indonesia

Sebuah Orasio oleh Chandra Utama, S.E., M.M., M.Sc.

Yang terhormat Rektor Universitas Katolik Parahyangan
Yang terhormat Dekan Fakultas Ekonomi Unpar
Yang terhormat Ketua Jurusan Ilmu Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi
Yang terhormat teman-teman dosen dan karyawan Fakultas Ekonomi Unpar
Yang terhormat Ikatan Alumni Unpar dan Ikatan Alumni Fakultas Ekonomi Unpar
Yang saya banggakan mahasiswa dan para undangan.

Pada kesempatan ini saya sampaikan catatan kecil terkait interaksi kebijakan moneter dan fiskal di Indonesia.

Interaksi kebijakan fiskal dan moneter merupakan bahasan yang dapat dilihat dari banyak sisi, interaksi dapat dilihat dari hubungan kelembagaan pemegang otoritas, dari sisi makroekonomi interaksi kebijakan dapat dilihat sebagai bauran kebijakan makroekonomi yang dijalankan bank sentral dan kabinet. Interaksi kebijakan fiskal dan moneter juga dapat dilihat dari hubungan keuangan antara bank sentral dan pemerintah, interaksi juga dapat dilihat dari sisi manajemen pengelolaan konflik dan risiko dalam perekonomian. Kita juga dapat melihat interaksi otoritas moneter dan fiskal dengan teori permainan (*game theory*). Kita juga tentu dapat melihat interaksi ini dalam sudut pandang lain yang juga menarik untuk dibahas.

Hubungan Bank Sentral dan Pemerintah

Interaksi kebijakan moneter dan fiskal tidak dapat dilepaskan dari hubungan institusional antara bank sentral dan kabinet atau pemerintah. Interaksi juga terkait dengan seberapa independen bank sentral dari pemerintah,

Bordo (2007) menyatakan, untuk melihat perjalanan awal bank sentral kita dapat kembali ke tahun 1668 dengan pendirian lembaga pertama yang diakui sebagai bank sentral, Riksbank Swedia. Bank ini didirikan untuk meminjamkan dana ke pemerintah dan bertindak sebagai lembaga kliring untuk perdagangan. Selanjutnya tahun 1694, Bank of England, didirikan juga untuk membeli surat utang pemerintah. Bank-bank sentral lain didirikan kemudian di Eropa untuk tujuan yang sama, meskipun beberapa didirikan untuk menangani kekacauan moneter. Misalnya, Banque de France didirikan oleh Napoleon pada tahun 1800 untuk menstabilkan mata uang setelah hiperinflasi uang kertas selama Revolusi Prancis, serta untuk membantu keuangan pemerintah.

Selain membantu mendanai utang pemerintah, bank sentral pada awalnya juga merupakan entitas swasta yang terlibat dalam kegiatan perbankan. Karena mereka memegang simpanan bank lain, mereka menjadi bank bagi bankir dan memfasilitasi transaksi antar bank atau menyediakan layanan perbankan lainnya, mereka menjadi gudang bagi sebagian besar bank dalam sistem perbankan karena cadangan mereka yang besar dan jaringan bank

koresponden yang luas. Faktor-faktor ini memungkinkan mereka untuk menjadi pemberi pinjaman terakhir dalam menghadapi krisis keuangan. Dengan kata lain, mereka bersedia untuk memberikan uang tunai darurat kepada koresponden mereka di saat kesulitan keuangan.

Blancheton (2016) menyatakan, pada masa lalu di Eropa, sebagian besar lembaga penerbit uang adalah bank swasta yang mencari untung (Bank of England, Banque de France, Reichsbank, Banca d'Italia, Banque Nationale de Suisse...). Lembaga-lembaga ini memiliki monopoli penerbitan dan juga menjalankan fungsi bank Treasury dan bank dari bank (*the lender of last resort*). Ketika mereka berubah menjadi bank sentral sejati, mereka semakin berperan sebagai *the lender of last resort* dan akibatnya harus berada di bawah pengawasan pemerintah sehingga pada tingkat operasional, mereka tidak dapat secara sewenang-wenang mengubah jumlah uang berdasarkan basis moneter yang ada. Pada periode ini kebijakan moneter bukan fokus utama dari bank sentral. Pada periode 1870-1914, ketika uang kartal dipatok dalam standar emas, menjaga stabilitas harga merupakan sesuatu yang relatif mudah karena ketersediaan emas terbatas,

Setelah 1914, ketika banyak negara mengalami defisit, karena membiayai pengeluaran perang dunia 1 (PD1) dengan mencetak uang lebih banyak. Keputusan pemerintah menaikkan jumlah uang memicu inflasi, Pada masa ini mulai muncul kesadaran bahwa bank sentral sebaiknya independen dari Dewan Administrasi Politik, setelah perang banyak negara kembali mengadopsi standar emas. Banyak negara mulai khawatir tentang kesempatan kerja, aktivitas riil, dan tingkat harga. Pergeseran ini mencerminkan perubahan ekonomi politik di banyak negara — hak pilih meningkat, pergerakan tenaga kerja meningkat, dan pembatasan migrasi. Pada 1920-an, The Fed mulai berfokus pada stabilitas eksternal (yang berarti mengawasi cadangan emas, karena AS masih pada standar emas) dan stabilitas internal (yang berarti mengawasi harga, output, dan lapangan kerja), tetapi selama standar emas berlaku, tujuan eksternal mendominasi.

Di Amerika Serikat, setelah Depresi Hebat, Sistem Federal Reserve direorganisasi. Pada tahun 1933 dan 1935 terjadi pergeseran kekuasaan secara definitif dari Reserve Bank ke Dewan Gubernur. Selain itu, The Fed dibuat tunduk kepada Departemen Keuangan, The Fed memperoleh kembali kemerdekaannya dari Departemen Keuangan pada tahun 1951. Pada abad kedua puluh, sebagian besar bank sentral dinasionalisasi dan sepenuhnya kehilangan independensi mereka. Kebijakan mereka didikte oleh otoritas fiskal.

Berikut Keuntungan memiliki bank sentral yang independen dari pemerintah:

- **Siklus Politik dan Siklus Bisnis**

Politisi di seluruh dunia hanya peduli untuk tetap berkuasa. Mereka akan melakukan apa saja selama mereka bisa tetap memegang kendali. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa tindakan para politisi dikendalikan oleh siklus politik. Mereka menjadi sangat dermawan dan akomodatif selama tahun-tahun sebelum pemilihan.

Bisnis, di sisi lain, beroperasi berdasarkan siklus bisnis. Tidak selalu bahwa periode *boom* dan *bust* akan bertepatan dengan siklus politik. Politisi mungkin memiliki konflik kepentingan. Misalnya, jika ada terlalu banyak inflasi selama tahun pemilihan, para politisi mungkin mengabaikan keputusan yang diperlukan tetapi tidak populer untuk menerapkan kenaikan suku bunga. Oleh karena itu, ada kemungkinan bahwa para politisi pada akhirnya akan membahayakan kondisi perekonomian demi keuntungan yang egois. Inilah alasan mengapa bank sentral harus mandiri, agar bank sentral dapat mengambil keputusan sulit

terlepas dari siklus pemilu. Ekonomi dan pemilu tidak berkorelasi secara alami. Oleh karena itu, sangat penting bahwa keputusan mengenai ekonomi diambil secara independen.

- **Inflasi**

Mengontrol inflasi adalah tujuan utama dari setiap bank sentral. Untuk melakukannya, mereka perlu mengendalikan uang yang beredar di masyarakat. Jika keputusan mengenai ekonomi dapat diambil oleh pemerintah, mereka hanya akan mengambil keputusan populis. Misalnya, pemerintah dapat memutuskan untuk memberikan perawatan kesehatan gratis dan tunjangan pensiun meskipun mereka tidak memiliki dana untuk mengimplementasikan keputusan tersebut. Intinya adalah bahwa jika pemerintah diberi kendali ekonomi, mereka mungkin menggunakan pencetakan uang tanpa pandang bulu yang pada akhirnya akan menyebabkan keruntuhan ekonomi. Inilah yang telah terjadi di banyak peradaban kuno termasuk Roma. Oleh karena itu, untuk mencegah hal ini, bank sentral telah dibuat independen dari otoritas pemerintah.

- **Pengeluaran Defisit**

Pemerintah di seluruh dunia gemar melakukan proyek populis meskipun proyek tersebut tidak didukung oleh fundamental ekonomi. Oleh karena itu, penting untuk menjaga kebijakan moneter terpisah dari pemerintah untuk menjaga kesehatan keuangan negara.

Namun, ada beberapa kelemahannya juga:

- **Aspek Kerahasiaan Kebijakan**

Kritik terbesar terhadap bank sentral adalah bahwa operasi mereka sangat rahasia. Seringkali tindakan mereka benar-benar tidak terduga. Banyak krisis keuangan di masa lalu hanya terjadi karena bank sentral mengambil tindakan yang tidak terduga. Untuk mencegah hal ini terjadi lagi, bank sentral perlu memastikan kelancaran transisi. Kebijakan mereka tidak boleh tertutup dan tidak menjejalkan ekonomi.

- **Mendukung Bank Besar**

Banyak analis berpendapat bahwa semua kebijakan yang dibuat oleh bank sentral berpihak pada bank besar dan tidak berpihak pada masyarakat umum. Misalnya, tujuan terbesar mereka adalah mengurangi inflasi. Namun, setelah krisis ekonomi pada tahun 2008, mereka mengikuti kebijakan pelonggaran kuantitatif untuk menyelamatkan bank-bank besar. Langkah ini pada akhirnya menciptakan lebih banyak inflasi daripada kebijakan pemerintah mana pun.

Hubungan Institusional di Indonesia

Di Indonesia, cikal bakal Bank Indonesia De Javasche Bank didirikan pada tahun 1828 atas perintah Raja Willem I. Bentuk dari bank ini adalah Nammlooze Vennotschap atau perseroan terbatas. Bank yang terus bertahan hingga akhirnya mendapatkan nasionalisasi ini berbentuk bank sirkulasi atau *octrooi* yang bertugas mencetak dan mengedarkan uang. Setelah kemerdekaan Indonesia diakui oleh dunia secara *de jure*, status dari De Javasche Bank tidaklah berubah. Bank itu masih dijalankan oleh orang-orang dari Kerajaan Belanda. Segala hal yang akan dilakukan pemerintah Indonesia terhadap De Javasche Bank harus dikonsultasikan dengan Belanda sehingga kebijakan moneter yang akan diambil selalu sulit dan terganjal banyak hal. Akhirnya pada tahun 1951, bank yang didirikan di Pulau Jawa ini mulai dinasionalisasi. Pemerintah Indonesia mau membayar segala saham yang ada hingga 120% dari harga normal. Setelah Indonesia melakukan

pelunasan bank ini, pemerintah Indonesia mengeluarkan UU No. 24 Tahun 1951 tentang nasionalisasi De Javasche Bank menjadi Bank Indonesia yang berfungsi sebagai bank sentral.

Evolusi interaksi kebijakan fiskal dan moneter di Indonesia mengikuti kondisi ekonomi dan politik. Koordinasi fiskal dan moneter bukan suatu hal yang perlu diuji selama Orde Lama (1950-1966) dan Orde Baru (1967-1998). Sejak didirikan tahun 1953 untuk menggantikan De Javasche Bank NV, Bank Indonesia (BI) sebagai Bank Sentral di Indonesia, berada di bawah presiden, Seiring dengan berdirinya BI dibentuk juga Dewan Moneter yang anggotanya gubernur BI, menteri keuangan, dan menteri perdagangan, Keputusan penting dalam kebijakan moneter harus melalui Dewan Moneter. Pada tahun 1960, sebagai dampak dari perekonomian terpimpin, Dewan Moneter dinonaktifkan dan semua kewenangan untuk menentukan kebijakan moneter bergeser ke kabinet. Kondisi ini terjadi hingga Orde lama berakhir.

Bank Indonesia memiliki independensi terbatas pada masa Orde Baru. Bank Indonesia tunduk pada kebijakan moneter yang telah disiapkan oleh Dewan Moneter namun atas dasar kewenangannya di sektor moneter Bank Indonesia bisa tidak sepakat. Sekalipun demikian, keputusan akhir tetap diserahkan kepada Presiden untuk memutuskan. Pada 1983-1998, Bank Indonesia mengubah pendekatan dan pola implementasi kebijakan untuk menyelaraskan dengan deregulasi di sektor moneter dan perbankan yang merupakan bagian dari program deregulasi dan debirokratisasi bertahap yang dilakukan oleh Pemerintah di sektor keuangan dan ekonomi. Bank Indonesia juga mengembangkan rencana strategis untuk menyelaraskan kebijakan dengan rencana pembangunan pemerintah (Repelita),

Pada periode 1997-1998 Indonesia mengalami krisis ekonomi. Pada tahun 1998 pemerintah membentuk Dewan Penguatan Ketahanan Ekonomi dan Keuangan (DPKEK) yang tujuannya membuat Indonesia keluar dari krisis ekonomi. Dewan dipimpin langsung oleh Presiden, dan Gubernur BI adalah anggota DPKEK. Dalam situasi ini, Dewan Moneter praktis tidak berfungsi dan semua kebijakan pemerintah - termasuk BI - berada di bawah kendali langsung Presiden.

Babak baru dalam sejarah Bank Indonesia sebagai Bank Sentral yang independen dimulai ketika undang-undang Bank Sentral disahkan, yaitu UU No. 23 tahun 1999¹ tentang Bank Indonesia (berlaku pada tanggal 17 Mei 1999). Paska UU No. 23 tahun 1999, relevan untuk membahas interaksi kebijakan fiskal-moneter (masalah koordinasi kebijakan), Bank Indonesia mempunyai otonomi penuh dalam merumuskan dan melaksanakan setiap tugas dan wewenangnya (termasuk otonom dari campur tangan pemerintah) sehingga Bank Indonesia bisa melaksanakan peran dan fungsinya sebagai otoritas moneter secara lebih efektif dan efisien. Sebagai bank sentral, Bank Indonesia mempunyai satu tujuan tunggal, yaitu mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah, baik terhadap barang dan jasa (inflasi), serta kestabilan terhadap mata uang negara lain (nilai tukar). Selanjutnya, UU Bank Sentral diamandemen pada tahun 2004 dan sejak 2005 wewenang untuk menentukan target inflasi berpindah dari bank sentral ke pemerintah. Pada Juli 2005 kebijakan *Inflation Targeting Framework* (ITF) mulai dilaksanakan². Jika sebelumnya instrumen kebijakan adalah uang beredar, maka dalam ITF instrumen kebijakan adalah suku bunga,

¹ Telah diubah dengan Undang-Undang Republik Indonesia No. 6/ 2009

² Sosialisasi dimulai 2001.

Sejak UU No. 23 tahun 1999, koordinasi yang dilakukan Bank Indonesia dengan pemerintah bersifat konsultatif. Setiap awal tahun anggaran, Bank Indonesia menyampaikan informasi tertulis mengenai evaluasi pelaksanaan kebijakan moneter dan rencana kebijakan moneter yang akan datang kepada DPR dan presiden. Pemerintah bisa meminta pendapat Bank Indonesia dalam rapat kabinet yang membahas masalah ekonomi, perbankan, dan keuangan yang berkaitan dengan tugas-tugas Bank Indonesia. Bank Indonesia juga bisa memberikan masukan, pendapat, serta pertimbangan mengenai Rancangan APBN serta kebijakan yang berkaitan dengan tugas Bank Indonesia. Sebaliknya, pemerintah dapat menghadiri rapat Dewan Gubernur Bank Indonesia dengan hak bicara tetapi tanpa hak suara. Sekalipun telah dilakukan koordinasi kebijakan fiskal-moneter, masalah koordinasi kebijakan masih menjadi isu penting paska UUD No 23 tahun 1999. Masalah koordinasi bisa muncul ketika kedua otoritas yang independen hanya fokus pada tujuan kebijakan masing-masing.

Hubungan Keuangan

Secara umum, hubungan keuangan antara pemerintah dan Bank Indonesia dapat dilihat di neraca keuangan Bank Sentral. Di Indonesia dikenal 3 konsep uang beredar, yaitu M0 (*reserve money*), uang dalam arti sempit atau M1, dan uang dalam arti luas atau M2. Dalam neraca konsolidasi otoritas moneter, secara umum dapat dilihat hubungan keuangan antara pemerintah dan Bank Indonesia.

Tabel 1
Neraca Konsolidasi Sistem Moneter

Sumber-Sumber Uang - Aktiva	Penggunaan Uang - Pasiva
1. Aktiva luar negeri (ALN) - Cadangan internasional	1. Pasiva luar negeri (PLN)
2. Tagihan bersih ke pemerintah (TBSF)	2. Uang dalam arti sempit (M1)
a. Pusat	a. Uang kartal dipegang masyarakat (CP)
b. Daerah	b. Uang giral (DD)
3. Tagihan pada perusahaan dan perseorangan (TPP)	c. Kas bank umum dan BPR
- pinjaman	3. Uang Kuasi (QM)
- tagihan lainnya	a. Deposito Rupiah (TD)
4. Aktiva lainnya (AL)	b. Deposito berjangka Asing (DAA)
	4. Pasiva lainnya (PL)

Sumber: Insukindro, 1995.

Menurut Insukindro (1995), secara umum neraca konsolidasi sistem moneter menggambarkan: (a) kewajiban moneter sistem moneter kepada sektor swasta di dalam negeri, yang terdiri atas uang kartal, uang giral dan uang kuasi, dan (b) faktor-faktor yang mempengaruhi jumlah uang beredar di Indonesia. Dari Tabel 2 dapat diketahui bahwa berdasarkan identitas akuntansi (total aktiva sama dengan total pasiva), maka akan diperoleh hubungan sebagai berikut:

$$ALN + TBSF + TPP + AL = PLN + M1 + QM + PL$$

$$ALN - PLN + TBSF + TPP + AL - PL = M1 + QM$$

$$ALN - PLN + TBSF + TPP + AL - PL = M2$$

Di mana CI adalah cadangan internasional atau aktiva luar negeri bersih dan ALB merupakan aktiva bersih lainnya. Dari identitas diatas dapat diketahui komponen

atau

sektor ekonomi apa saja yang dapat mempengaruhi uang beredar (M1) dan likuiditas masyarakat. Menurut Bank Indonesia, faktor-faktor yang mempengaruhi uang beredar di Indonesia adalah: (1) aktiva luar negeri bersih (ALN), (2) tagihan bersih pada pemerintah pusat (TBPP), (3) tagihan pada lembaga dan perusahaan pemerintah (TLPP), (4) tagihan pada perusahaan swasta dan perorangan (TPP), dan (5) faktor-faktor lainnya bersih (LB).

Tagihan bersih pada pemerintah merupakan selisih antara tagihan kepada pemerintah dan rekening pemerintah. Rekening tagihan kepada pemerintah atau rekening pinjaman pemerintah mencatat semua tagihan Bank Indonesia kepada pemerintah yang timbul sebagai akibat adanya pemberian uang muka oleh Bank Indonesia kepada pemerintah untuk membiayai proyek-proyek dan kegiatan-kegiatan lain baik dalam rangka pelaksanaan APBN (Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara) maupun di luar APBN. Rekening Giro Pemerintah atau rekening pemerintah mencatat dana pemerintah pusat yang dikelola oleh Bank Indonesia (lihat: *Departemen Keuangan, 1990; Insukindro et al, 1992; Insukindro, 1993*). Tagihan kepada lembaga dan perusahaan pemerintah, swasta dan perorangan merupakan pinjaman yang diberikan kepada sektor-sektor tersebut baik dalam rupiah maupun dalam valuta asing tanpa memperhatikan jangka waktu pinjaman.

Pada tabel 2 ini terlihat terjadi perubahan tagihan bersih pemerintah dari yang bernilai negatif sebelum krisis menjadi positif setelah krisis ekonomi (1997-1998) di Indonesia. Tagihan kepada BUMN juga pada periode 2018 dan 2019 terlihat sangat besar mencapai 500 triliun, lebih besar dibanding tagihan ke pemerintah pusat. Data pada Tabel 2 menunjukkan perubahan pola pembiayaan Bank Indonesia kepada pemerintah. Jika sebelumnya dana pemerintah ditempatkan di Bank Indonesia maka pada periode paska krisis banyak proyek pemerintah ditalangi oleh Bank Indonesia.

Pada Tabel 3 dapat dilihat persentase talangan pembiayaan pengeluaran pemerintah pada masa krisis 1997-98 mencapai 60% dari M2. Pada krisis global 2008 talangan mencapai 20% dari M2. Situasi ini menunjukkan bagaimana Bank Indonesia mendukung pemerintah membiayai pengeluaran agar perekonomian tidak mengalami krisis berkepanjangan. Jika pemerintah gagal bayar, maka Bank Indonesia tentu mendapatkan kesulitan yang besar juga.

Tabel 4 menunjukkan kepemilikan Surat Utang Negara (SUN). Sekitar 5 persen Surat Utang Negara dipegang oleh Bank Indonesia dan antara 20-30% dipegang oleh perbankan. Pada tahun 2019, Bank Indonesia memegang Surat Utang Negara hampir 120 triliun rupiah.

Tabel 2. Neraca Bank Indonesia (dalam milyar Rupiah)

	1993	1996	1998	1999	2008	2018	2019
	Desember	Desember	Desember	Desember	Desember	Desember	September
Uang beredar Luas (M2)	145.599	288.632	577.381	646.205	1.895.839	5.760.046	6.003.611
Uang Beredar Sempit (M1)	37.036	64.089	101.197	124.633	456.787	1.457.150	1.508.818
Uang Kartal di Luar Bank Umum dan BPR	14.431	22.487	41.394	58.353	209.747	625.370	614.231
Simpanan Giro Rupiah	22.605	41.602	59.803	66.280	247.040	831.779	894.587
Uang Kuasi	108.563	224.543	476.184	521.572	1.435.772	4.282.364	4.469.996
Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Uang Beredar	145.809	288.632	577.381	646.205	1.895.839	5.760.046	6.003.611
Aktiva Luar Negeri Bersih	30.611	50.641	141.677	129.096	593.137	1.442.602	1.510.499
Tagihan Bersih Kepada Pemerintah Pusat	-14.069	-29.057	-28.030	397.257	387.248	472.729	447.919
Tagihan Bersih Kepada Lembaga dan BUMN	10.005	15.581	27.001	18.862	NA	NA	NA
Tagihan Bersih ke lembaga keuangan	NA	NA	NA		50.265	371.297	365.748
Tagihan Bersih ke BUMN non keuangan	NA	NA	NA		47.949	480.134	514.461
Tagihan Bersih ke pemerintah daerah	NA	NA	NA		984	5.242	5.529
Tagihan Kepada Sektor Swasta dan Perorangan	164.122	300.201	525.264	233.714	1.314.049	4.868.594	5.052.739
Jaminan Impor	-1.699	-2.099	-2.417	-1.658	NA	NA	NA
Simpanan dan Surat Berharga yang tidak termasuk Uang Beredar	NA	NA	NA		-17.556	-353.968	-342.611
Kewajiban Lainnya kepada Lembaga Keuangan	NA	NA	NA		-7.107	-80.818	-74.325
Saham dan Modal lainnya	NA	NA	NA		-374.986	-1.630.190	-1.685.584
Lainnya Bersih	-43.161	-46.635	-86.114	-131.066	-98.144	184.424	209.235

Catatan: Pada tabel 2 ini terlihat terjadi perubahan Tagihan Bersih pemerintah dari periode sebelum krisis yang bernilai negatif, menjadi positif setelah krisis ekonomi (1997-1998). Tagihan kepada BUMN juga pada periode 2018 dan 2019 terlihat sangat besar mencapai 500 triliun, lebih besar dibandingkan tagihan ke pemerintah pusat,

Tabel 3. Neraca Bank Indonesia (dalam %)

	1993	1996	1998	1999	2008	2018	2019
	Desember	Desember	Desember	Desember	Desember	Desember	September
Presentase dari M2							
Uang beredar Luas (M2)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Uang Beredar Sempit (M1)	25%	22%	18%	19%	24%	25%	25%
Uang Kuasi	75%	78%	82%	81%	76%	74%	74%
Presentase dari total faktor mempengaruhi Uang beredar							
Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Uang Beredar	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Aktiva Luar Negeri Bersih	20,99%	17,55%	24,54%	19,98%	31,29%	25,05%	25,16%
Tagihan Bersih Kepada Pemerintah Pusat	-9,65%	-10,07%	-4,85%	61,48%	20,43%	8,21%	7,46%
Tagihan Bersih Kepada Lembaga dan BUMN	6,86%	5,40%	4,68%	2,92%	NA	NA	NA
Tagihan Bersih ke BUMN non keuangan	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Simpanan dan Surat Berharga yang tidak termasuk Uang Beredar	NA	NA	NA	NA	-0,93%	-6,15%	-5,71%
Kewajiban Lainnya kepada Lembaga Keuangan	NA	NA	NA	NA	-0,37%	-1,40%	-1,24%
Saham dan Modal lainnya	NA	NA	NA	NA	-19,78%	-28,30%	-28,08%

Catatan:

- Pada umumnya, nilai M1 adalah sebesar sekitar 25% dari total uang dalam arti luas (M2), sedangkan sisanya merupakan uang kuasi. Pada periode krisis 1997-1998 hingga 1999, persentase M1 kurang dari 20% total uang beredar dalam arti luas,
- Tagihan kepada pemerintah pusat pada periode sebelum krisis selalu bernilai negatif, artinya terdapat saldo positif pemerintah di Bank Indonesia. Ketika terjadi krisis, Saldo pemerintah di Bank Indonesia menurun drastis. Saldo negatif pemerintah terus berlanjut pada masa setelah krisis.

Tabel 4. Posisi Surat Utang Negara berdasarkan Kepemilikan (dalam milyar Rupiah)

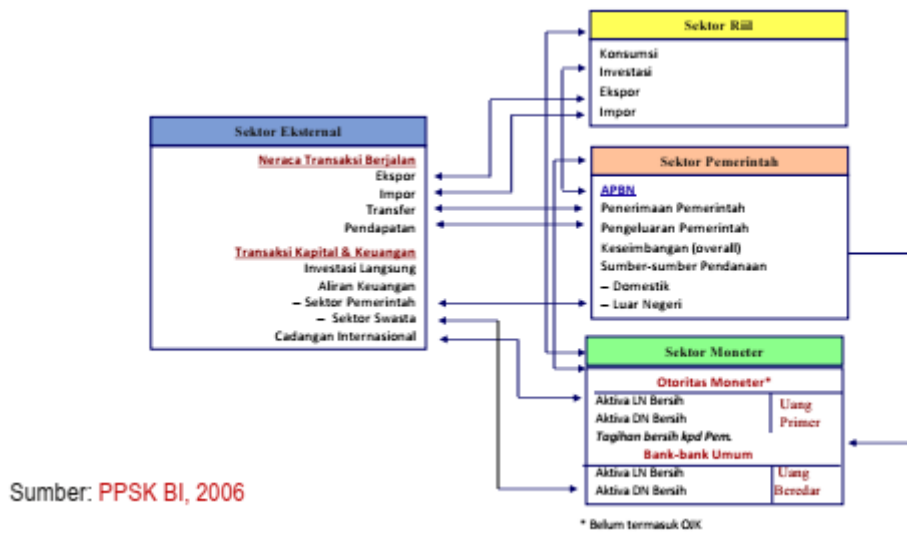
	2013-Dec	2014-Dec	2015-Dec	2016-Dec	2017-Dec	2018-Dec	2019-Nov
SURAT UTANG NEGARA (SUN)	908,078	1,101,648	1,327,436	1,531,491	1,770,683	1,988,217	2,305,759
Obligasi negara	874,028	1,061,698	1,262,052	1,490,451	1,665,826	1,910,567	2,244,209
Bank Pemerintah	138,059	160,279	126,788	111,830	162,738	106,268	165,780
Bank Swasta Nasional	106,063	82,463	60,229	80,028	82,810	96,781	161,502
Bank Campuran	4,443	11,515	9,508	10,263	10,871	11,940	18,366
Bank Asing	20,108	33,400	33,246	29,288	28,407	30,747	25,949
Bank Pembangunan Daerah	8,570	13,049	13,406	11,217	23,595	20,056	57,034
Bank Indonesia *)	42,862	40,278	139,602	132,600	70,165	195,548	119,711
Nasabah	553,923	720,715	879,274	1,115,224	1,287,240	1,449,229	1,695,867
Institusi Lainnya	-	-	-	-	-	-	-
Surat Perbendaharaan Negara (SPN)	34,050	39,950	65,384	41,040	104,857	77,650	61,550
Surat Perbendaharaan Negara (SPN)	34,050	39,950	65,384	41,040	104,857	77,650	61,550
Bank Pemerintah	5,367	12,411	4,600	5,755	18,299	13,022	29,075
Bank Swasta Nasional	8,656	8,520	9,139	13,278	27,415	11,736	14,248
Bank Campuran	653	1,219	292	568	541	325	1,035
Bank Asing	5,534	2,546	5,951	12,327	11,921	10,283	7,753
Bank Pembangunan Daerah	120	515	1,489	1,356	2,680	1,806	3,875
Bank Indonesia	1,350	1,179	7,354	1,648	9,736	32,893	--
Nasabah	12,370	13,560	36,560	6,108	34,266	7,584	5,565
SB SYARIAH NEGARA (SBSN)	118,707	143,901	201,017	284,991	382,210	433,627	532,272
Dalam persentase							
Persentase SUN dimiliki Bank Indonesia	4,9%	3,8%	11,1%	8,8%	4,5%	11,5%	5,2%
Persentase SUN dimiliki perbankan	32,8%	29,6%	19,9%	18,0%	20,9%	15,2%	21,0%

Catatan: Bank Indonesia dan perbankan memegang SUN yang diterbitkan oleh pemerintah. *) Termasuk Repo SBN, Reverse Repo SBN dan FTE SBN.

Interaksi Kebijakan Moneter dan Fiskal berdasarkan Teori Makroekonomi

Dalam kerangka ekonomi makro keterkaitan antara kebijakan dan pasar dapat dilihat pada gambar berikut:

Gambar 1. Keterkaitan Sektor Ekonomi



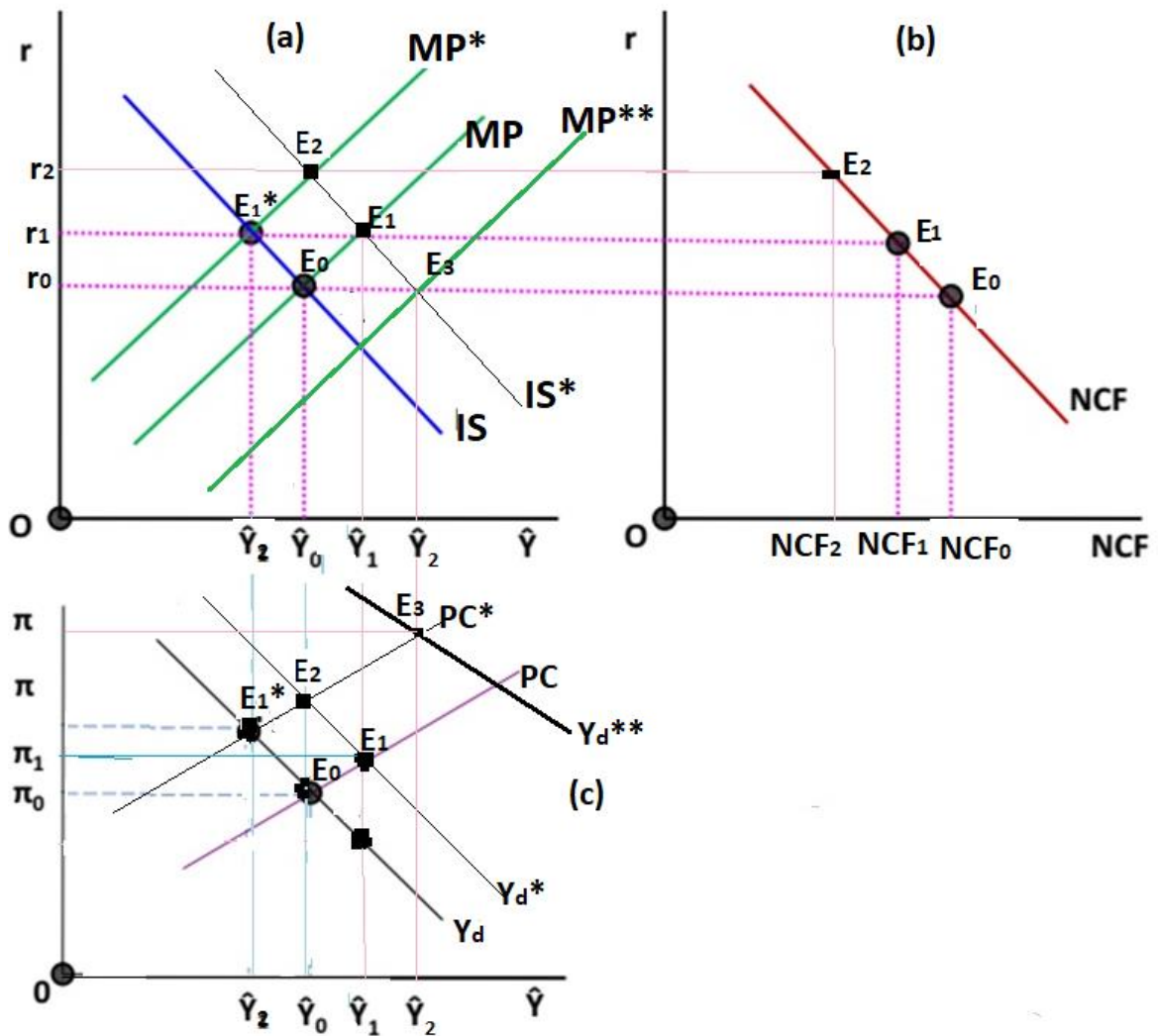
Sumber: PPSK BI, 2006

Antara kebijakan moneter dan kebijakan fiskal saling terkait. Kebijakan fiskal dan moneter juga mempengaruhi sektor riil dan sektor eksternal. Begitu juga sektor eksternal mempengaruhi sektor riil dan sebaliknya. Baik otoritas fiskal maupun otoritas moneter dalam kebijakannya bereaksi terhadap perubahan sektor eksternal dan sektor riil. Reaksi kedua otoritas diformulasikan dalam fungsi reaksi kebijakan fiskal dan fungsi reaksi kebijakan moneter.

Tujuan dari kebijakan ekonomi makro suatu negara adalah untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang tinggi, pengangguran yang rendah, dan inflasi yang rendah serta untuk meminimalkan fluktuasi ekonomi (Adiningsih & Devi, 2012). Kebijakan ekonomi makro terdiri dari dua instrumen utama, kebijakan moneter dan fiskal yang dilaksanakan oleh bank sentral (BS) dan Kementerian Keuangan (pemerintah). Tujuan Kebijakan moneter adalah stabilitas inflasi sedangkan pencapaian tujuan lainnya merupakan tanggung jawab kebijakan fiskal. Sekalipun memiliki sasaran yang berbeda, kebijakan fiskal dan moneter saling berinteraksi satu sama lain untuk mencapai target masing-masing. Interaksi adalah kegiatan saling mempengaruhi antara kebijakan fiskal dan moneter baik dalam target maupun instrumennya. Interaksi bersifat koordinasi jika arah kebijakan yang diambil sama pengaruhnya terhadap perekonomian, bisa sama-sama ekspansif atau kontraktif (hubungan komplementer). Ketiadaan koordinasi merupakan kondisi sebaliknya dimana salah satu ekspansif sedangkan yang lainnya kontraktif (hubungan substitusi).

Gambar 2 berikut memberikan deskripsi mengenai koordinasi kebijakan fiskal dan moneter dan dampaknya bagi perekonomian.

Gambar 2. Koordinasi Fiskal dan Moneter dalam Model Makroekonomi



Pada gambar 2(a), kurva IS menggambarkan keseimbangan dipasar barang dimana permintaan agregat sama dengan output perekonomian. Kurva MP menggambarkan fungsi rekasi kebijakan moneter. Pada gambar 2(c), kurva PC adalah kurva Phillips yang menggambarkan hubungan antara inflasi dan kesempatan kerja. Kurva PC juga adalah kurva penawaran agregat. Kurva Y_d adalah kurva permintaan agregat yang menunjukkan hubungan antara permintaan dan tingkat inflasi. Pada Kurva 2(b) ditunjukkan fungsi yang mengaitkan tingkat bunga dan arus dana keluar suatu negara. Pada Gambar 2, r adalah suku bunga, NCF adalah arus modal keluar netto, \hat{Y} adalah output gap, dan π adalah inflasi.

Misalkan perekonomian berada pada tingkat keseimbangan penuh ketika output pada kesempatan kerja penuh \hat{Y}_0 . Pada tingkat kesempatan kerja penuh, inflasi berada pada π_0 , suku bunga pada r_0 , dan net capital *outflow* berada pada NCF_0 . Dari gambar diatas kita dapat menyusun berbagai skenario kebijakan.

Pemerintah ingin menaikkan output dengan meningkatkan defisit anggaran. Kondisi ini digambarkan dengan bergesernya kurva IS ke IS^* . Jika bank sentral tidak melakukan kebijakan apapun maka suku bunga meningkat menjadi r_1 dan inflasi naik menjadi π_1 .

Terjadi penurunan *net capital outflow*. Kenaikan inflasi, yang menjadi tanggung jawab bank sentral menyebabkan bank sentral berusaha mengendalikannya dengan menaikkan suku bunga. Kurva MP bergeser ke MP* pada suku bunga r_2 . Akibatnya *output gap* kembali ke \hat{Y}_0 dan inflasi ke π_0 . Akibat suku bunga yang lebih tinggi *net capital outflow* turun ke NCF₂. Penurunan NCF menyebabkan mata uang domestik terapresiasi (menguat). Akibat kebijakan moneter yang dilakukan bank sentral, tujuan kebijakan fiskal gagal karena output tidak meningkat. Kenaikan bunga akan memberikan beban lebih besar kepada pemerintah jika defisit fiskal dibiayai dengan hutang dalam negeri. Kondisi ini digambarkan oleh Bianchi & Melosi (2019) sebagai kondisi tidak terkoordinasi.

Dalam kondisi terkoordinasi bank sentral menjaga agar suku bunga tidak berubah pada r_0 . Kurva MP bergeser ke MP** dan tercapai tingkat *output gap* positif baru \hat{Y}_2 yang lebih tinggi dibanding \hat{Y}_1 . Kebijakan fiskal berhasil namun tujuan kebijakan moneter menjaga inflasi diabaikan. Oleh karena itu dalam bauran kebijakan (koordinasi kebijakan) perlu adanya kompromi antara kebijakan fiskal dan kebijakan moneter.³

Penjelasan pada gambar 2 mendukung pendapat Hall & Mankiw (1994) dan Woodford (2001), koordinasi sebagai hasil interaksi antara dua otoritas, lebih baik daripada membuat mereka terisolasi satu sama lain. Selain itu, interaksi kebijakan moneter-fiskal lebih dari sekadar stabilisator otomatis (Auerbach, 2003 dan Favero & Monacelli, 2005) dan kebijakan menjadi lebih efektif ketika koordinasi ada. Koordinasi meningkatkan tidak hanya efektivitas kebijakan fiskal tetapi juga efektivitas kebijakan moneter (Drazen, 1985; Bruno & Fisher 1990; Blinder, 1982; Tabellini, 1986; Alesina & Tabellini 1987).

Bianchi & Melosi (2019) menyatakan terdapat empat kasus bauran kebijakan:

- (i) Kebijakan moneter aktif dan kebijakan fiskal pasif (AM/PF) atau *monetary-led policy mix*, bank sentral menyesuaikan suku bunga dengan kukuh untuk menyesuaikan perbedaan inflasi dari nilai *steady state* dan otoritas fiskal berkomitmen untuk menaikkan pajak untuk menjaga dinamika nilai real dari utang pada jalur yang stabil.
- (ii) Kebijakan moneter pasif dan kebijakan fiskal aktif (PM/AF) atau *fiscally-led policy mix*, bank sentral tidak menyesuaikan suku bunga dengan kukuh untuk menyesuaikan perbedaan inflasi dari nilai *steady state* dan otoritas fiskal tidak berkomitmen untuk menaikkan pajak untuk menjaga dinamika nilai real dari utang pada jalur yang stabil.
- (iii) Kebijakan moneter aktif dan kebijakan fiskal aktif (AM/AF), bank sentral menyesuaikan suku bunga dengan kukuh untuk menyesuaikan perbedaan inflasi dari nilai *steady state* dan otoritas fiskal tidak berkomitmen untuk menaikkan pajak untuk menjaga dinamika nilai real dari utang \hat{b}_t pada jalur yang stabil.
- (iv) Kebijakan moneter pasif dan kebijakan fiskal pasif (PM/PF), bank sentral tidak menyesuaikan suku bunga dengan kukuh untuk menyesuaikan perbedaan inflasi dari nilai *steady state* dan otoritas fiskal berkomitmen untuk menaikkan pajak untuk menjaga dinamika nilai real dari utang pada jalur yang stabil.

Menurut Leeper (1991), hanya kebijakan bauran (i) dan (ii) yang dapat menyebabkan adanya keseimbangan ekspektasi rasional yang unik (*determinacy*), sedangkan kedua

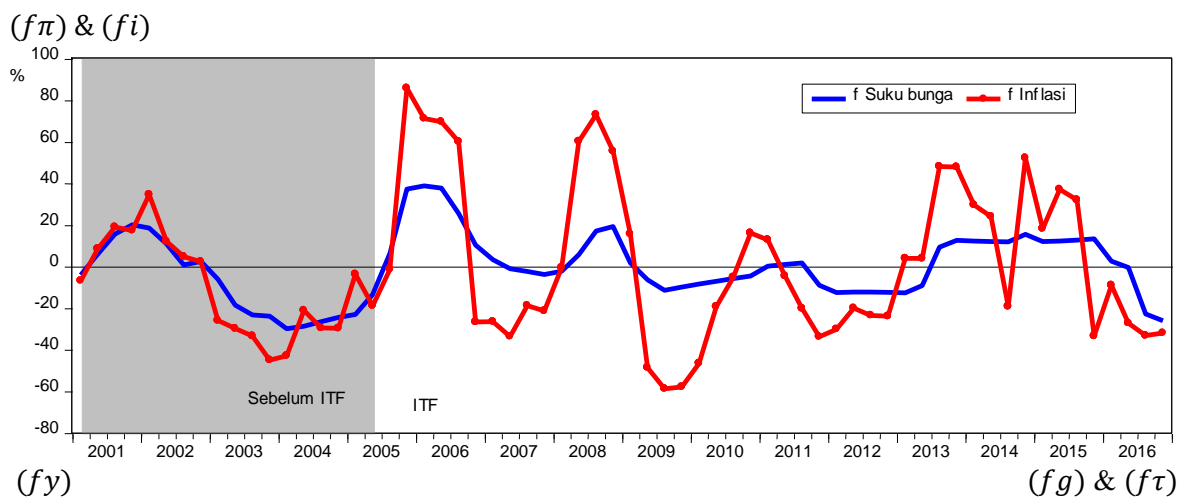
³ Beberapa studi menggunakan pendekatan *game theory* untuk menjelaskan interaksi kebijakan.

bentuk bauran yang lain menghasilkan keseimbangan yang tidak stabil atau banyak keseimbangan ekspektasi rasional (*indeterminacy*).

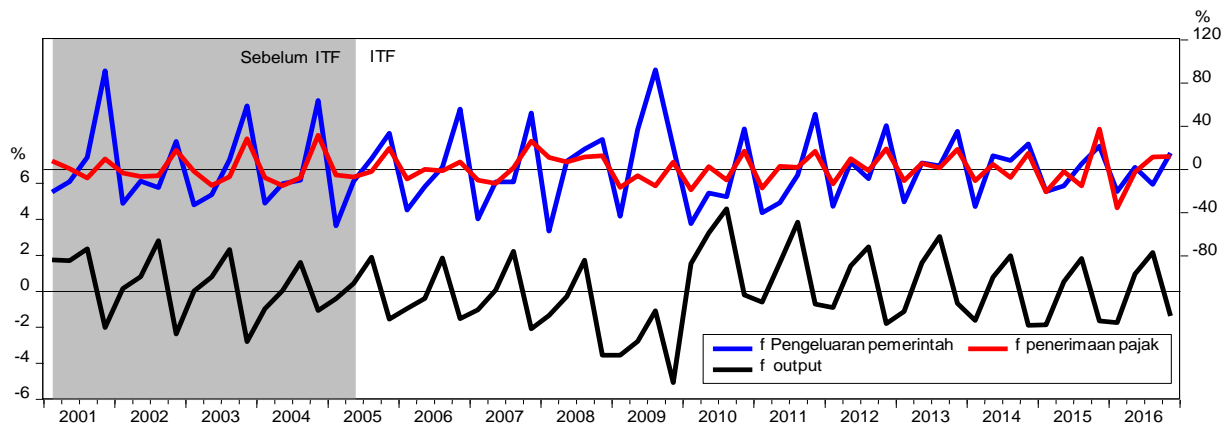
Menurut Bianchi & Melosi (2019) ketika permintaan tinggi, kebijakan terbaik adalah *monetary-led policy mix*. Kebijakan moneter diarahkan pada stabilisasi inflasi dan kebijakan fiskal yang bertujuan menyesuaikan surplus primer untuk menstabilkan rasio utang terhadap output. Ketika keadaan permintaan rendah, bauran kebijakan dipimpin secara fiskal (*fiscal led policy mix*). Menurut Bianchi & Melosi (2019), fakta menunjukkan bahwa pembuat kebijakan merespon resesi dengan *fiscal-led policy mix*.

Dalam kasus di Indonesia, kesulitan koordinasi kebijakan dapat muncul karena perbedaan frekuensi dari tujuan kebijakan. Gambar 3 menunjukkan fluktuasi (*shock*)⁴ variabel objektif, fluktuasi output (f_y) dan fluktuasi inflasi (f_π), serta variabel kebijakan, suku bunga (f_i), pengeluaran pemerintah (f_g), dan pendapatan pajak (f_τ). Pergerakan *shock* yang berbeda antara tujuan kebijakan fiskal (output) dan kebijakan moneter (inflasi) merupakan tantangan dalam koordinasi kebijakan. Kondisi ini terjadi baik sebelum penerapan ITF (dengan uang beredar sebagai instrumen kebijakan) dan pada masa ITF (dengan suku bunga sebagai instrumen kebijakan).

Gambar 3. Fluktuasi Variabel Fiskal dan Variabel Tujuan (2001-2016)



⁴ Fluktuasi x adalah nilai rasio selisih antara x aktual dibandingkan tren x relatif dibandingkan tren x itu sendiri. Pelaku ekonomi berekspektasi x akan berada pada nilai trennya sehingga fluktuasi adalah shock (kejutan) relatif dari suatu variable. Definisi variabel fluktuasi dapat dilihat pada tabel 4 dan penjelasan Teknik estimasi.



Inflasi memiliki frekuensi naik turun setiap 3 tahun sedangkan output satu tahun. Selain itu output dipengaruhi faktor musim sedangkan inflasi tidak. Berdasarkan kondisi ini, adalah merupakan suatu tantangan bagi kebijakan moneter dan fiskal agar dapat berkoordinasi dengan baik.

Studi interaksi kebijakan fiskal dan moneter di Indonesia

Penelitian mengenai koordinasi kebijakan fiskal dan moneter telah banyak dilakukan di dunia, khususnya di negara maju. Di Indonesia, penelitian mengenai koordinasi kebijakan fiskal dan moneter belum banyak dilakukan. Beberapa penyelidikan tentang interaksi moneter dan fiskal di Indonesia dilakukan oleh Maryatmo (2004), Mochtar (2004), Simorangkir (2007), Hermawan & Munro (2008), Simorangkir & Adamanti (2010), Santoso (2011), Rahutami (2011), Yunanto & Medyawati (2013), dan Kuncoro et al (2013).

Maryatmo (2004) menganalisa dampak defisit anggaran terhadap variabel moneter periode waktu 1983:1-2002:4. Hasil uji, baik uji kausalitas maupun persamaan *reduced form*, menunjukkan bukti bahwa defisit anggaran, terutama melalui mekanisme penerimaan pemerintah, mempengaruhi suku bunga baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam jangka pendek melalui mekanisme pengeluaran pemerintah, defisit anggaran mempengaruhi kurs dan tingkat harga. Dalam jangka panjang melalui uji kausalitas juga terbukti kurs dan harga mempengaruhi defisit anggaran.

Mochtar (2004) menganalisa interaksi kebijakan fiskal dan moneter di Indonesia pada masa sebelum dan sesudah krisis (1986-2003), dengan melakukan estimasi atas *quasi fiscal activity* (QFA) Bank Indonesia dan mengurai interaksi antara kebijakan fiskal dan moneter. Mochtar menemukan QFA selama masa krisis berbeda dengan masa sebelum krisis. Interaksi kebijakan fiskal-moneter menunjukkan perlunya disiplin dalam kebijakan fiskal dan komitmen untuk mempertahankan keberlanjutan dari kebijakan tersebut. Kegagalan mencapai kebijakan fiskal yang optimal akan mengurangi efektivitas kebijakan moneter dalam rangka mengontrol inflasi meski dalam kerangka *inflation targeting* yang secara parsial diimplementasikan oleh Bank Indonesia. Mochtar juga menemukan selama periode 1990-1997 kebijakan moneter dominan.

Simorangkir (2007) meneliti kebijakan moneter dan fiskal di Indonesia dari tahun 1969 hingga tahun 2002 dengan menggunakan pendekatan *game theory* baik berupa *cooperative*

dan *noncooperative games*. Hasil simulasi menunjukkan bahwa *cooperative game* memberikan hasil kerugian terkecil (*lost function*) dibandingkan dengan *non-cooperative game*.

Hermawan & Munro (2008) menggunakan *open economy* DSGE model dengan *sticky prices and wages, non-Ricardian agents*, dan distorsi pajak. Studi mereka mencakup periode Juni 1992-Desember 2006. Mereka menemukan penggunaan kebijakan fiskal dan moneter lebih baik dibanding hanya menggunakan kebijakan moneter untuk menstabilkan perekonomian.

Simorangkir & Adamanti (2010) meneliti pengaruh stimulus fiskal dan pemotongan suku bunga terhadap perekonomian Indonesia. Dengan menggunakan *Financial Social Accounting Matrix 2005* (FSAM 2005) dan metode *financial computable general equilibrium* (FCGE) mereka menemukan kombinasi ekspansi fiskal dan ekspansi moneter menyebabkan pertumbuhan ekonomi secara efektif dan memiliki *multiplier effect* lebih besar dibandingkan kebijakan dilakukan secara sendiri-sendiri. Stimulus fiskal dan kebijakan uang longgar menaikkan pendapatan dan daya beli baik keluarga miskin maupun kaya di desa dan kota.

Santoso (2011) menggunakan data makroekonomi Indonesia 1988-2008 menemukan respon kebijakan moneter dan fiskal belum optimal dalam menghadapi guncangan inflasi. Hasil simulasi memperlihatkan fungsi kerugian yang lebih besar ketika kebijakan fiskal bersifat endogen dibandingkan fungsi kerugian apabila kebijakan fiskal bersifat eksogen. Sebaliknya dalam menghadapi guncangan output, interaksi kebijakan moneter dan fiskal (kebijakan fiskal endogen) menghasilkan kerugian yang lebih kecil dibandingkan fungsi kerugian apabila kebijakan fiskal bersifat eksogen untuk semua variasi bobot suku bunga dan output. Sementara itu respon kebijakan moneter dan fiskal terhadap guncangan inflasi dan guncangan output secara bersama-sama terbukti juga belum optimal karena nilai fungsi kerugian pada parameter hasil estimasi secara mutlak masih lebih besar jika dibandingkan dengan fungsi kerugian pada kombinasi parameter yang ada. Oleh karena itu, untuk mencapai interaksi kebijakan moneter dan fiskal yang optimal volatilitas atau varian suku bunga perlu dijaga seminimal mungkin relatif terhadap varian output. Hasil simulasi menyimpulkan interaksi kebijakan moneter dan fiskal di Indonesia dalam periode observasi bersifat komplementer atau saling membantu dalam menghadapi guncangan inflasi. Sebaliknya interaksi kebijakan moneter dan kebijakan fiskal bersifat substitusi atau saling menggantikan dalam menghadapi guncangan output.

Rahutami (2011) meneliti interaksi kebijakan fiskal dan moneter menggunakan data periode 1980.1-2006.4 dengan metode *dynamic simultaneous equation* model dan *two stages least square*. Rahutami menemukan dalam jangka panjang variabel tren yang mempengaruhi penawaran uang real sesuai dengan teori. Persamaan suku bunga yang menunjukkan *monetary policy rule* adalah modifikasi dari Taylor Rule dan elemen *shocks* sektor fiskal. Studi menunjukkan pengeluaran pemerintah memberikan pengaruh pada pembentukan suku bunga jangka pendek. Inflasi dan suku bunga periode sebelumnya juga digunakan sebagai indikator penentu tingkat suku bunga. Dalam jangka panjang, variabel-variabel tersebut mempengaruhi sektor fiskal ke arah yang sesuai dengan prediksi teori. Guncangan primer juga mempengaruhi pendapatan pemerintah riil. Guncangan pengeluaran pemerintah terhadap penetapan tingkat bunga dan guncangan uang terhadap pendapatan pemerintah menunjukkan pentingnya interaksi dan koordinasi antara sektor moneter dan fiskal.

Yunanto & Medyawati (2013) mengukur pengaruh kebijakan fiskal dan moneter terhadap PDB. Mereka menggunakan *fiscal policy multiplier (FPM)* dan *monetary policy multiplier (MPM)* untuk mengetahui mana yang lebih efektif, kebijakan fiskal atau kebijakan moneter. Studi mereka menggunakan data periode 1990.1-2011.4 menemukan kebijakan moneter lebih efektif dibandingkan kebijakan fiskal.

Kuncoro & Sebayang (2013) menganalisa interaksi dinamis antara kebijakan fiskal dan moneter di Indonesia periode 1999-2010. Studi mereka menemukan dalam jangka pendek kebijakan moneter bereaksi seperti yang diharapkan terhadap kebijakan fiskal sehingga pemerintah memiliki kemampuan mencapai surplus primer untuk mempermudah pencapaian keberlanjutan fiskal dalam jangka panjang. Di sisi lain, kebijakan fiskal sedikit bereaksi terhadap kebijakan moneter. Selain itu mereka menemukan kebijakan moneter yang dominan.

Yuan & Nuryakin (2018) menggunakan pendekatan *game theory* menemukan bahwa pada periode 2014-2015 SBI rate dan pengeluaran pemerintah tidak menghasilkan keseimbangan Nash dan keseimbangan efisiensi yang dihasilkan tidak bersifat *pareto optimum*. Dengan demikian, ada banyak ruang untuk memperbaiki kebijakan, terutama perataan pengeluaran pemerintah sepanjang tahun; yaitu dengan meningkatkan penyerapan belanja pemerintah di kuartal kedua dan memoderasi di kuartal ketiga dan keempat, serta menurunkan SBI rate.

Kesimpulan

Interaksi kebijakan fiskal dan moneter dapat dilihat dari berbagai sudut pandang. Baik dari sudut pandang makroekonomi, hubungan keuangan, hubungan kelembagaan, dan sudut pandang lainnya. Dalam naskah ini ditunjukkan pentingnya koordinasi kebijakan fiskal dan moneter agar kebijakan fiskal maupun kebijakan moneter tersebut dapat mencapai tujuannya. Jika kedua otoritas berusaha mencapai tujuannya masing-masing tanpa mempedulikan tujuan otoritas lainnya, hal ini dapat menyebabkan kegagalan pencapaian target bagi kedua otoritas.

Daftar Pustaka

- Adiningsih, S., & Devi, L. Y. (2012). Dinamika koordinasi kebijakan fiskal-moneter di Indonesia. Dalam S. Adiningsih, *Koordinasi dan Interaksi Kebijakan Fiskal-Moneter: Tantangan ke Depan* (pp. 13-42). Yogyakarta: Kanisius.
- Bianchi, F., & Melosi, L. (2019). The dire effects of the lack of monetary and fiscal coordination. *Journal of Monetary Economics*, 104, 1-22.
- Blancheton, B. (2016). Central bank independence in a historical perspective. Myth, lessons and a new model. *Economic Modelling*, 52, 101-107.
- Bordo, M. (2007). A brief history of central banks. *Economic Commentary*, (December 2007).
- Hermawan, D., & Munro, A. (2008). Monetary-fiscal interaction in Indonesia. *Journal on Bank for International Settlements*, 272.
- Insukindro. (1995). Tinjauan teoritis mengenai model pengembangan likuiditas perekonomian daerah tinjauan. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 10(1),

35-42.

- Kuncoro, H., Sebayang, K., & Dianta, A. (2013). The dynamic interaction between monetary and fiscal policies in Indonesia. *Romanian Journal of Fiscal Policy (RJFP)*, 4(1), 47-66.
- Maryatmo, R. (2004). Dampak moneter kebijakan defisit anggaran pemerintah dan peran asa nalar dalam simulasi model makro-ekonomi Indonesia (1983:1-2002:4). *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 7 (2), 297-322.
- Mochtar, F. (2004). Fiscal and monetary policy interaction: Evidences and implication for inflation targeting in Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 7(3), 359-386.
- PPSK BI (2006), Modul Kebanksentralan.
- Rahutami, A. I. (2011). Interaksi kebijakan moneter dan fiskal: Pendekatan sistem ekonomi Simultan (1980.1-2006.4). *Jurnal Ekonomi Indonesia*.
- Santoso, W. (2012). Interaksi kebijakan moneter dan fiskal di Indonesia. Dalam S. Adiningsih, *Koordinasi dan Interaksi Kebijakan Fiskal-Moneter: Tantangan ke Depan* (pp. 225-262). Yogyakarta: Kanisius.
- Simorangkir, I. (2007). Koordinasi kebijakan fiskal dan moneter di Indonesia: Suatu kajian dengan pendekatan Game Theory. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 9(3), 5-30.
- Simorangkir, I., & Adamanti, J. (2010). Peran stimulus fiskal dan pelonggaran moneter pada perekonomian Indonesia selama krisis finansial global: Dengan pendekatan Financial Computable General Equilibrium. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 13(2), 169-192.
- Yunanto, M., & Medyawati, H. (2013). Macroeconomic structural change in Indonesia: In the period of 1990 to 2011. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 4(3), 98.



Fakultas Ekonomi
Universitas Katolik Parahyangan
fe.unpar.ac.id