



**DISAIN KERANGKA KERJA
KEBIJAKAN MONETER
DI INDONESIA PASCA KRISIS:
FLEXIBLE INFLATION TARGETING FRAMEWORK**



Working Paper

**Disain Kerangka Kerja Kebijakan Moneter
Di Indonesia Pasca Krisis:**

Flexible Inflation Targeting Framework

Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter

Oktober 2011

Tim Penulis

Juda Agung

Endy Dwi Tjahjono

Solikin M. Juhro

Sahminan

Akhis R. Hutabarat

Rizki E. Wimanda

Diah Esti Handayani

Daftar Isi

1	TINJAUAN UMUM	1
2	PENGENDALIAN INFLASI SEBAGAI SASARAN MONETER	11
2.1	Karakteristik dan Dinamika Inflasi Indonesia	11
2.1.1	Karakteristik Inflasi.....	11
2.1.2	Interaksi Permintaan dan Penawaran	17
2.1.3	Marjin Keuntungan, Harga, dan Inflasi	24
2.1.4	Perilaku Pembentukan Ekspektasi Inflasi	25
2.1.5	Imported Inflation dan Pass-through Nilai Tukar	26
2.1.6	Kebijakan Pemerintah di Bidang Harga	30
2.2	Desain Sasaran Inflasi	31
2.2.1	Indeks Harga yang Dijadikan Sasaran	31
2.2.2	Level Sasaran Inflasi	32
2.2.3	Periode Waktu Penghitungan Inflasi	33
2.2.4	Panjang Horizon Sasaran Inflasi	34
2.2.5	Bentuk Sasaran Inflasi	37
2.2.6	Penyesuaian Sasaran Inflasi	38
2.3	Inflasi Harga Aset	39
2.3.1	Pengaruh Harga Aset Pada Sektor Riil	40
2.3.2	Beberapa Pendapat Mengenai Perlu Tidaknya Merespon Harga Aset	40
2.3.3	Harga Aset di Indonesia	43
2.4	Respons Kebijakan Moneter terhadap Karakteristik dan Dinamika Inflasi	45
3	PENGUATAN KERANGKA KEBIJAKAN NILAI TUKAR DAN PENGELOLAAN ARUS MODAL .	49
3.1	Peran Dasar Nilai Tukar dalam ITF	49
3.2	Pergeseran Peran Nilai Tukar dalam ITF	50
3.3	Pengelolaan Arus Modal Asing dalam ITF	54
3.3.1	Kerangka Kebijakan dalam Menghadapi Arus Modal Asing	54
3.3.2	Berbagai Kebijakan BI dalam Pengelolaan Aliran Modal Asing dan Nilai Tukar	59
BOKS 3.1.	Benchmark Path Nilai Tukar	64

4	PENGUATAN KERANGKA INTEGRASI STABILITAS MONETER DENGAN STABILITAS SISTEM KEUANGAN	67
4.1	Perilaku Sektor Keuangan dan Efektivitas Kebijakan Moneter	67
4.1.1	Prosikikalitas Perilaku Sektor Keuangan	67
4.1.2	Pengaruh Perilaku Sektor Keuangan pada Efektivitas Respon Kebijakan Moneter ..	70
4.1.3	Perlunya Penguatan Kerangka Stabilitas Moneter dan Stabilitas Sistem Keuangan ..	72
4.2	Integrasi Kebijakan Moneter dan Makroprudensial	73
4.2.1	Peran Kebijakan Makroprudensial	73
4.2.2	Integrasi Kebijakan Moneter dan Makroprudensial	74
4.3	Bauran Instrumen Kebijakan	76
4.3.1	Tujuan Bauran	76
4.3.2	Variasi Respons Bauran Kebijakan	77
4.3.3	Aspek Teknis dalam Implementasi	80
4.4	Penyesuaian Mandat Pelaksanaan Kebijakan Bank Sentral	82
4.4.1	Penyesuaian Mandat dan Konsekuensinya pada Tata Kelola Kebijakan	82
4.4.2	Mandat Pelaksanaan Kebijakan Makroprudensial dan Mikroprudensial	84
4.4.3	Kejelasan Mandat dalam Penanganan Krisis	85
5	PENGUATAN KOORDINASI DAN KOMUNIKASI KEBIJAKAN	89
5.1	Koordinasi dengan Pemerintah	89
5.2	Komunikasi Kebijakan	95
5.2.1	Peran Komunikasi dalam FITF	95
5.2.2	Strategi Komunikasi BI dalam FITF	96
6	DESAIN FLEXIBLE ITF	103
6.1	Pendekatan dalam Penguatan Kerangka Kerja Kebijakan Moneter	103
6.2	Kerangka Strategis Kebijakan	105
6.2.1	Komponen dari Kerangka Strategis	105
6.2.2	Sasaran Inflasi	106
6.2.3	Indikator Kebijakan: Ekspektasi, Output Gap dan Indikator SSK	107
6.3	Kerangka Operasional Kebijakan	108
6.3.1	Penguatan Bauran Kebijakan Moneter dan Makroprudensial	108
6.3.2	Pengelolaan Dinamika Arus Modal dan Nilai Tukar	110
6.3.3	Pengambilan Keputusan	110
	REFERENSI	113

Tinjauan Umum

Perjalanan ITF: Keberhasilan dan Tantangan

Sebagaimana diketahui, pemberlakuan Undang Undang No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia telah membawa perubahan mendasar dalam perumusan dan pelaksanaan kebijakan moneter di Indonesia.¹ Undang-undang tersebut memuat landasan hukum yang kuat untuk praktek modern bank sentral yang independen, terutama menyangkut pengaturan mengenai tujuan Bank Indonesia, independensi dalam kebijakan moneter, serta akuntabilitas dan transparansi publik sebagai penerapan prinsip *good governance*. UU No. 23 Tahun 1999 Pasal 7 memberikan mandat yang jelas bahwa tujuan Bank Indonesia adalah menjaga dan memelihara kestabilan nilai rupiah (*single objective*). Tugas Bank Indonesia difokuskan pada tiga hal, yaitu merumuskan dan melaksanakan kebijakan moneter, mengatur dan mengawasi bank, serta mengatur dan melaksanakan sistem pembayaran. Undang-undang tersebut juga memberikan landasan yang kuat mengenai independensi bank sentral, terutama mengenai independensi instrumen dan independensi kelembagaan.²

Secara implisit, undang-undang baru tersebut mengamanatkan Bank Indonesia untuk menerapkan kerangka kebijakan moneter yang dikenal sebagai *inflation targeting framework* (ITF). Jalan untuk penerapan ITF secara formal tidak mudah di Indonesia. Pengalaman masa transisi tahun 2000-2004 menunjukkan bahwa inflasi banyak dipengaruhi pula oleh faktor-faktor di luar kebijakan moneter, sementara mekanisme transmisi kebijakan dalam mempengaruhi inflasi dan ekonomi menghadapi sejumlah kendala. Setelah melalui berbagai persiapan, pada 1 Juli 2005 ITF diterapkan secara formal dengan penggunaan suku bunga sebagai sasaran operasional. Reorientasi sasaran kebijakan moneter dalam ITF tersebut merupakan bagian dari kebijakan pemulihan perekonomian makro untuk keluar dari krisis ekonomi. Namun, hal tersebut bukanlah sesuatu mudah dicapai mengingat pengaruh negatif krisis ekonomi yang begitu dasyat, sehingga proses pemulihan ekonomi selain berbiaya relatif mahal juga berjalan relatif lama jika dibandingkan dengan kondisi yang dialami oleh negara-negara kawasan yang mengalami krisis.

Bank Indonesia adalah membantu Pemerintah dalam mencapai beberapa tujuan (*multiple objectives*), yaitu (i) mengatur, menjaga, dan memelihara stabilitas nilai rupiah, dan (ii) mendorong kelancaran produksi dan pembangunan serta memperluas kesempatan kerja guna meningkatkan taraf hidup rakyat. Tugas Bank Indonesia sebagai "pembantu Pemerintah" diterjemahkan melalui keberadaan Dewan Moneter yang diketuai oleh Menteri Keuangan, dengan anggota Gubernur Bank Indonesia dan Menteri di bidang ekonomi.

1 Yang kemudian diamandemen dua kali dengan UU No. 3 tahun 2004 dan UU No. 6 tahun 2009.

2 Hal ini berbeda dengan undang-undang tentang bank sentral sebelumnya. Dalam UU No. 13 Tahun 1968 tentang Bank Sentral dinyatakan bahwa tugas

Dalam beberapa tahun terakhir perekonomian Indonesia dihadapkan pada berbagai tantangan yang tidak semakin ringan. Sementara itu, dalam situasi ekonomi yang belum sepenuhnya pulih dari permasalahan yang timbul sebagai akibat krisis keuangan global, tantangan terkait dengan aspek kelembagaan bagi penerapan paradigma kebijakan moneter berdasarkan ITF juga cenderung semakin kompleks. Hal ini terutama menyangkut keyakinan untuk menetapkan kerangka kerja ITF secara kredibel di satu sisi, serta penetapan prioritas antara pengupayaan kestabilan harga dan pertumbuhan output dalam menjaga momentum pemulihan ekonomi yang masih diselimuti ketidakpastian.

Di tengah dinamika perekonomian tersebut, hasil review terhadap ITF di Indonesia selama hampir lima tahun penerapannya sudah mencatat beberapa keberhasilan, yaitu terkait dengan pengelolaan kebijakan moneter yang sudah semakin tertata dan disertai dengan peningkatan kualitas, dalam artian sesuai dengan *best practices*, pemikiran teoritis, dan kondisi empiris di Indonesia (Juhro et al., 2009). Dalam hal ini, dibandingkan dengan kondisi sebelum penerapan ITF, beberapa hal positif telah dicatat dalam hal penetapan dan pengumuman sasaran inflasi, penataan kerangka kerja kelembagaan dan operasional, koordinasi kebijakan, dan kualitas analisis dan riset kebijakan. Secara umum, penilaian positif tersebut dapat dikaitkan dengan aspek-aspek dalam proses kegiatan pada umumnya (*business process as usual*). Namun, secara khusus, dalam periode penerapan ITF tercatat pula beberapa keberhasilan berupa perbaikan aspek fundamental yang bersifat substantif, yang membedakan manfaat keberadaan ITF dengan kerangka kerja kebijakan yang lain, yaitu adanya (i) pematangan eksistensi kelembagaan, (ii) kejelasan sinyal kebijakan, dan (iii) peningkatan kredibilitas kebijakan.

Dari sisi **pematangan eksistensi kelembagaan**, implementasi ITF berhasil memperbaiki kelembagaan Bank Indonesia dalam melaksanakan kebijakan moneter secara sistematis, terstruktur, dan

didasarkan pada azas-azas *good governance* dalam pembuatan kebijakan publik. Hal ini ditunjukkan oleh proses dan prosedur pengambilan kebijakan yang lebih transparan, adanya independensi dalam pengambilan keputusan, serta akuntabilitas dalam pencapaian inflasi kepada publik. Bank Indonesia telah berubah dari sebuah organisasi yang awalnya lebih berorientasi ke dalam menjadi organisasi yang lebih berorientasi ke luar.

Dari sisi **kejelasan signal kebijakan**, melalui sebuah *learning process* yang berlangsung secara gradual dan didukung oleh komunikasi yang semakin intensif kepada publik, kerangka ITF telah berhasil dengan baik memperkuat transmisi kebijakan moneter melalui ekspektasi. Publik semakin memkNami latar belakang pengambilan kebijakan moneter dan lebih mudah menangkap sinyal kebijakan moneter sehingga memperkuat dan mempercepat transmisi kebijakan moneter. Hal ini berbeda dengan kondisi sebelum penerapan ITF dimana signal kebijakan Bank Indonesia yang masih menggunakan uang primer secara umum tidak dapat ditangkap oleh pasar secara tepat, sehingga dalam kondisi tertentu cenderung tidak mengubah atau bahkan memperburuk ekspektasi inflasi.

Sejalan dengan kedua keberhasilan di atas, **peningkatan kredibilitas kebijakan moneter**, lambat namun pasti dapat diupayakan dengan baik. Beberapa indikator mendukung kesimpulan tersebut. *Pertama*, pengamatan baik melalui survey maupun pengujian empiris menunjukkan sedang atau telah terjadinya pergeseran perilaku pembentukan ekspektasi inflasi publik yang semula cenderung *backward looking* menjadi cenderung *forward looking*; dan hal ini berpengaruh positif pada penurunan derajat persistensi inflasi. *Kedua*, sejalan dengan pemupukan kredibilitas yang telah diupayakan, pengumuman *stance* kebijakan Bank Indonesia yang dilakukan secara reguler melalui penetapan suku bunga kebijakan (BI Rate) menjadi salah satu indikator ekonomi sangat penting yang diacu oleh para pelaku di pasar uang dan kalangan

Tabel 1.1.
Perkembangan Inflasi Aktual dan Sasaran

Tahun	Sasaran Inflasi	Inflasi Aktual	Inflasi Inti	SBI Rate	Faktor Penyebab
2005	6 ± 1	17,1	9,7	9,17	Shocks global, kenaikan harga BBM pada Maret dan Oktober
2006	8 ± 1	6,6	6,03	11,83	
2007	6 ± 1	6,6	6,29	8,56	
2008	5 ± 1	11,06	8,29	8,67	Kenaikan harga BBM (Mei)
2009	4,5 ± 1	2,72	4,09	6,5	
2010	4,5 ± 1	6,39	4,29	6,5	Kenaikan harga komoditas dunia, gangguan cuaca
2011*	5 ± 1	4,1	4,4	6,0	

*) Angka perkiraan.
Sumber: Bank Indonesia

dunia usaha secara luas. Selain itu, terlepas dari adanya perbedaan persepsi dalam penghitungan *forecast* inflasi dan indikator makro lain oleh Bank Indonesia dan pemerintah, publik umumnya bisa memahami mengapa Bank Indonesia mempunyai perbedaan penghitungan dengan pemerintah.

Namun demikian, pencapaian sasaran inflasi, yang menjadi *overriding objective* bank sentral, tidaklah mudah sebagaimana diperkirakan. Beberapa kejutan struktural di sisi penawaran yang terjadi dalam beberapa tahun terakhir menyebabkan pencapaian inflasi melebihi sasaran yang telah ditetapkan, yaitu di tahun 2005, 2008, dan 2010. Di tahun 2005 dan 2008, inflasi melonjak ke angka *double digit* sebagai dampak dari kebijakan pemerintah untuk menaikkan harga BBM.³ Sementara itu, di tahun 2010 inflasi sedikit di atas sasaran sebagai dampak dari kenaikan harga komoditas perdagangan dunia dan gangguan cuaca yang mempengaruhi produk pertanian. Dengan melihat potensi tekanan inflasi ke depan, tampaknya pergerakan inflasi sulit untuk mengarah pada sasaran jangka panjang sebesar 3-4% dalam waktu yang segera, sebagaimana inflasi di negara-negara maju dan negara tetangga ASEAN.

3 Kenaikan harga BBM pada tahun 2005 terjadi dua kali, yaitu pada bulan Maret sebesar rata-rata 30% dan Oktober sebesar rata-rata 96%. Sementara itu, kenaikan harga BBM pada tahun 2008 terjadi di bulan Mei, yaitu sekitar 33%.

Beberapa Permasalahan Struktural

Sulitnya pencapaian sasaran inflasi tersebut terutama bersumber dari permasalahan struktural di sisi penawaran yang menyebabkan inflasi di Indonesia cenderung persisten dan fluktuatif.

Perilaku inflasi yang cenderung bertahan di tingkat yang cukup tinggi dengan pergerakan yang fluktuatif ini tidak terlepas dari faktor rigiditas struktural dan semakin besarnya peran harga komoditas global dalam struktur inflasi di Indonesia. Beberapa penelitian yang telah dilakukan mengkonfirmasi hal tersebut.⁴

Relatif persistennya inflasi di Indonesia tidak terlepas dari berbagai permasalahan struktural, khususnya di sisi penawaran (Bank Indonesia, 2010). Dari sisi domestik, permasalahan yang terutama terkait dengan hambatan struktural mikro, seperti inefisiensi, keterbatasan infrastruktur, serta kemampuan tenaga kerja yang rendah, telah mendorong kurang responsifnya sisi penawaran terhadap perkembangan atau stimulus kebijakan yang berasal dari sisi permintaan, kekurangsempurnaan struktur pasar, dan kekurangefisienan jalur tata niaga. Sementara itu, dari sisi eksternal perubahan harga komoditas global

4 Beberapa penelitian Bank Indonesia menyimpulkan derajat persistensi inflasi inti yang cukup tinggi. Alamsyah (2008) menguatkan temuan akan tingginya persistensi inflasi. Derajat persistensi inflasi IHK serta disagregasi berdasar kelompok barang dan jasa berada di sekitar 0,8–0,9, meskipun secara umum menunjukkan tren penurunan antara periode sebelum dan setelah krisis.

memiliki potensi yang besar dalam mendorong tekanan inflasi domestik.

Selain dikarenakan oleh permasalahan struktural di sisi penawaran, sulitnya pencapaiann sasaran inflasi juga tidak lepas dari kompleksitas permasalahan di sektor moneter yang dihadapi oleh Bank Indonesia. Sebagaimana pengalaman dalam 3 tahun terakhir, untuk mengatasi derasnya *capital inflows* agar tidak memberikan tekanan apresiasi secara berlebihan pada nilai tukar rupiah, Bank Indonesia melakukan intervensi valas yang mengakibatkan bertambahnya likuiditas di pasar uang domestik. Kondisi tersebut mendorong terjadinya eksès likuiditas yang kemudian harus diserap kembali oleh Bank Indonesia agar tidak memberikan tekanan inflatoir ke depan. Tentunya, upaya-upaya Bank Indonesia untuk menjaga stabilitas makroekonomi tersebut bukan tanpa konsekuensi, mengingat cukup besarnya biaya operasi moneter yang dikeluarkan sehingga turut mempengaruhi kinerja keuangan Bank Indonesia ke depan.

Di sisi lain, sumber ketidakstabilan makroekonomi semakin sering bersumber dari sistem keuangan. Karakteristik sistem keuangan yang bergerak secara prosiklikal seringkali memperbesar fluktuasi makroekonomi. Menurut Nijathaworn (2009), prosiklikalitas bukan hanya hasil interaksi antara siklus ekonomi/bisnis (*business cycle*) dan siklus keuangan (*financial cycle*), namun juga dipengaruhi oleh siklus perilaku terhadap risiko (*risk-taking cycle*), yaitu perilaku yang ditandai oleh optimisme yang berlebihan ketika siklus ekonomi membaik dan pesimisme yang berlebihan ketika siklus ekonomi memburuk. Upaya menjaga stabilitas makroekonomi tidak bisa dilepaskan lagi dengan upaya mengurangi prosiklikalitas yang berlebihan. Untuk itu, kebijakan moneter perlu disinergikan dengan kebijakan makroprudensial.

Isu pokok selanjutnya yang mengemuka adalah terkait dengan sampai sejauhmana kemampuan kerangka kebijakan moneter yang ada

selama ini dalam mengatasi permasalahan struktural yang dikemukakan di atas. Pada dasarnya, tujuan utama kebijakan moneter tetap difokuskan pada pencapaian kestabilan harga atau inflasi yang rendah. Persoalannya, ketika dihadapkan pada tantangan-tantangan di atas kerangka kebijakan moneter ITF yang standar tidak dapat secara efektif diterapkan. Sebagai contoh, dalam ITF standar, suku bunga merupakan satu-satunya instrumen kebijakan moneter yang kemudian mempengaruhi permintaan agregat dan output gap dan ekspektasi inflasi mengarah pada sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Namun, dalam sistem perekonomian terbuka, kenaikan suku bunga seringkali tidak efektif karena akan semakin mendorong kenaikan arus modal masuk yang kemudian menambah likuiditas perekonomian. Tanpa sterilisasi, kenaikan likuiditas ini akan mendorong inflasi dan aset bubble yang mempengaruhi kestabilan sistem keuangan. Oleh sebab itu, instrumen baru perlu digunakan untuk menghindari dilemma yang dihadapi bank sentral.

Pelajaran Berharga dari Krisis Keuangan Global

Terkait dengan hal tersebut, krisis keuangan global memberikan pelajaran berharga bagi kebijakan moneter. Pertama, dalam perekonomian terbuka, kebijakan moneter dan nilai tukar dihadapkan oleh berbagai tantangan, sehingga instrumen yang harus digunakan juga bersifat bauran instrumen (*instrumen mix*). Bauran instrumen kebijakan ini memungkinkan Bank Indonesia mengatasi berbagai dilemma yang dihadapi. Dalam menghadapi arus modal, nilai tukar tetap perlu dikelola secara fleksibel namun dijaga agar jangan sampai terlalu melenceng jauh dari nilai tukar fundamentalnya karena hal ini dapat membahayakan kestabilan makroekonomi. Pada saat yang sama, upaya akumulasi cadangan devisa sangat diperlukan sebagai strategi 'sedia payung sebelum hujan' mengingat arus modal jangka pendek sangat rentan terhadap risiko pembalikan. Di sisi kebijakan arus

modal, dengan tetap menganut rejim devisa bebas, berbagai opsi kebijakan makroprudensial dapat dilakukan untuk mengatasi prosiklikalitas arus modal yang berlebihan terutama yang berjangka sangat pendek dan volatil. Di sisi kebijakan moneter, kompleksitas kebijakan moneter melalui suku bunga sebagian dapat teratasi dengan menerapkan kebijakan moneter secara kuantitatif. Di samping itu, kebijakan makroprudensial yang bertujuan menjaga stabilitas sistem keuangan dapat dilakukan untuk menghadapi risiko bubble dalam perekonomian.

Kedua, krisis global semakin memperkuat keyakinan bahwa kestabilan harga tetap menjadi tujuan utama dari kebijakan moneter dari bank sentral. Namun, krisis global juga memberi pelajaran bahwa menjaga inflasi yang rendah tidaklah cukup untuk mencapai tujuan stabilitas makroekonomi. Sejumlah krisis yang terjadi dalam beberapa dekade terakhir menunjukkan bahwa ketidakstabilan makroekonomi lebih banyak bersumber dari sektor sistem keuangan. Pasar keuangan yang secara inheren selalu diwarnai dengan ketidaksempurnaan telah menciptakan fluktuasi makroekonomi yang berlebihan. Oleh sebab itu, kunci dalam mengelola stabilitas makroekonomi bukan saja pada keberhasilan dalam mengendalikan ketidakseimbangan barang (inflasi) dan eksternal (neraca pembayaran), namun juga ketidakseimbangan di sektor keuangan, seperti pertumbuhan kredit yang berlebihan, harga asset yang *bubble*, dan siklus perilaku pengambilan risiko di sektor keuangan yang sangat rentan terhadap perubahan persepsi.

Dalam konteks tersebut, bank sentral akan secara efektif dalam menjaga stabilitas makroekonomi, apabila bank sentral memiliki kemampuan untuk mengendalikan perilaku sektor keuangan secara keseluruhan. Dalam kaitan ini kerangka kebijakan inflation targeting (ITF) perlu diperkaya dengan memperhitungkan dinamika sektor keuangan. Substansi pokok yang dapat ditarik

dari pemaparan tersebut adalah terkait dengan pentingnya **risk management** dalam kerangka kebijakan moneter dan makroprudensial dengan mempertimbangkan *tail risks* yang dapat menyebabkan dampak yang detrimental pada perekonomian.

Sejalan dengan pemikiran tersebut, pada dasarnya ITF masih dapat diandalkan sebagai strategi kebijakan moneter di Indonesia. Mishkin (2011) menegaskan bahwa secara teoritis, kerangka kebijakan ITF yang berorientasikan pada pencapaian inflasi yang rendah dan dilakukan dengan transparansi yang lebih baik tentunya masih relevan dengan tujuan kebijakan moneter mencapai kestabilan harga. Dengan merujuk pada evaluasi secara menyeluruh atas 9 (sembilan) prinsip kebijakan moneter, termasuk ITF, yang telah menjadi semacam consensus sebelum krisis Mishkin (2011) menyimpulkan bahwa *“none of the lessons from the financial crisis in any way undermines the nine basic principles of science of monetary policy”*.⁵

Ketiga, perlunya secara jelas menempatkan peran nilai tukar dalam kerangka ITF. Dalam kerangka kebijakan moneter berbasis ITF, sistem nilai tukar mengambang bebas merupakan pilihan optimal dalam satu perekonomian. Arah kebijakan ini perlu ditempuh karena sistem nilai tukar ini akan berperan sebagai *shock absorber* perekonomian. Namun, nilai tukar dalam lingkungan pasar keuangan yang terintegrasi secara global terlihat bergerak berbeda dengan asumsi yang digunakan tersebut. Dalam hal ini, dinamika nilai tukar lebih dominan dipengaruhi perubahan persepsi risiko investor di pasar keuangan global, yang mendorong tingginya intensitas pergerakan aliran modal asing

5 Ke sembilan prinsip kebijakan moneter tersebut adalah: 1) inflation is always and everywhere a monetary phenomenon; 2) price stability has important benefits; 3) there is no long-run tradeoff between unemployment and inflation; 4) expectations play a crucial role in the determination of inflation and in the transmission of monetary policy to the macroeconomy; 5) real interest rates need to rise with higher inflation, i.e., the Taylor Principle; 6) monetary policy is subject to the time-inconsistency problem; 7) central bank independence helps improve the efficiency of monetary policy; 8) commitment to a strong nominal anchor is central to producing good monetary policy outcomes; and 9) financial frictions play an important role in business cycles.

dalam jangka pendek, dibandingkan pengaruh faktor-faktor fundamental.

Perlunya Penguatan Kerangka Kerja Kebijakan

Walapun pada dasarnya ITF masih dapat diandalkan sebagai strategi kebijakan moneter di Indonesia, dengan latar belakang permasalahan yang telah dijelaskan di atas, Bank Indonesia memandang perlu dilakukannya penguatan kerangka kerja kebijakan moneter melalui penyempurnaan strategi penerapan ITF ke depan. Hal ini sekaligus sebagai jawaban atas tuntutan *stakeholders* yang semakin menguat agar Bank Indonesia dapat meningkatkan kredibilitasnya dalam mencapai sasaran inflasi. Terkait dengan hal ini, *review* terhadap penerapan ITF di Indonesia juga telah memberikan justifikasi terhadap perlunya penerapan ITF yang tidak kaku (*flexible* ITF) sebagai format yang ideal untuk perekonomian Indonesia (Juhro et al., 2009).⁶ Dalam hal ini, secara khusus dilakukan telaah atas peran stabilitas sistem keuangan dan kebijakan nilai tukar, tidak hanya dilihat dari tataran strategis, namun juga tataran operasional.

Perlu digarisbawahi bahwa dalam konteks penerapan ITF, Bank Indonesia secara tersirat sebenarnya sudah menerapkan '*flexible*' ITF, yang berarti bahwa dalam jangka pendek Bank Indonesia berupaya untuk menstabilkan perkembangan inflasi dan ekonomi riil bersama-sama. Substansi fleksibilitas dari ITF tercermin pada orientasi pencapaian tujuan akhir kebijakan yaitu inflasi, namun dengan tetap memperhitungkan dinamika perkembangan variabel ekonomi makro dalam jangka pendek, seperti pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, dan

perkembangan sektor keuangan. Dalam kaitan ini, penetapan BI Rate senantiasa mempertimbangkan 5 faktor utama, yaitu: (i) *forecast* inflasi 2 tahun ke depan dan konsistensinya dengan sasaran inflasi, (ii) *forecast* pertumbuhan ekonomi 2 tahun ke depan, (iii) *forecast* nilai tukar dan faktor penyebabnya (termasuk *capital flows*), serta pengaruhnya pada *forecast* inflasi dan pertumbuhan ekonomi, (iv) perkembangan suku bunga dan kredit perbankan, (v) *asset valuation* di sektor keuangan. Dua faktor pertama untuk menjaga konsistensi BI rate dengan pencapaian sasaran inflasi dengan mempertimbangkan dampaknya pada pertumbuhan ekonomi (*inflation-growth trade-off* untuk memaksimalkan kesejahteraan ekonomi masyarakat). Tiga faktor terakhir untuk keseimbangan stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan, sekaligus untuk asesmen terhadap mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Demikian pula, dalam perspektif kebijakan dalam mengelola keseimbangan internal dan eksternal sejalan dengan dinamika ekonomi pasca krisis keuangan global, Bank Indonesia dalam dua tahun terakhir telah menerapkan bauran kebijakan, baik melalui kebijakan suku bunga, nilai tukar dan makroprudensial. Sebagai gambaran, arah bauran kebijakan tahun 2011 adalah sebagai berikut. *Pertama*, penetapan BI Rate diperlukan untuk memberikan signal terhadap komitmen Bank Indonesia dalam pencapaian sasaran inflasi ke depan. *Kedua*, untuk membantu menurunkan tekanan inflasi, Bank Indonesia memberikan ruang bagi pengelolaan Rupiah yang lebih apresiatif dengan derajat apresiasi yang mendekati negara kawasan serta sepanjang masih sesuai dengan *path* fundamentalnya. Langkah tersebut diselaraskan dengan pengoptimalan akumulasi cadangan devisa pada level yang memberikan *self assurance* terhadap risiko *capital reversal*. *Ketiga*, untuk mengendalikan dinamika arus modal asing, dan sekaligus memitigasi risiko *capital reversal*, Bank Indonesia menerapkan kebijakan makroprudensial untuk pengelolaan arus

⁶ Istilah *flexible* ITF pertama kali dipopulerkan oleh Svensson (1999) dengan mengontraskan antara *strict* IT versus *flexible* IT. Dalam *strict* IT atau *inflation nutter* bank sentral hanya berfokus pada *inflation gap* (deviasi antara inflasi dan targetnya) saja (King, 1997). Sebaliknya, dalam *flexible* IT bank sentral selain memperhatikan *inflation gap*, juga memperhatikan *output gap*, dan/atau *interest rate smoothing*. Namun demikian, tidak ada satu pun negara yang menganut *strict* IT (lihat Walsh, 2008; Svensson, 2010).

modal asing, seperti GWM valas dan aturan *holding period/kewajiban hedging* SBI. *Keempat*, mengingat eksekusi likuiditas perbankan yang masih sangat tinggi, Bank Indonesia mempersiapkan opsi pengelolaan eksekusi likuiditas, antara lain melalui kenaikan GWM rupiah. *Kelima*, Bank Indonesia memperkuat koordinasi kebijakan bersama Pemerintah dalam pengendalian inflasi. Langkah tersebut antara lain dalam bentuk pemberian masukan kebijakan terkait dengan stabilitas harga bahan pangan (*volatile foods*) dan dampak kebijakan harga pemerintah terhadap inflasi (*administered prices*), serta pengoptimalan peran TPI-TPID.

Kerangka Kerja *Flexible* ITF : Suatu Rumusan dan Kristalisasi Pemikiran

Sejalan dengan hal-hal di atas, **penelitian ini bertujuan untuk merumuskan dan mengkristalisasi pemikiran dalam rangka menyusun kerangka kerja *Flexible* ITF, baik dari tataran strategis, operasional, dan kelembagaan.** Rumusan kerangka kerja tersebut merujuk pada elemen dasar yang melatarbelakangi penerapan *Flexible* ITF. *Pertama*, memperkuat kerangka pengendalian inflasi dengan memperhitungkan berbagai sumber tekanan inflasi baik dari sisi internal maupun eksternal serta potensi tekanan dari perkembangan harga aset, dengan mengoptimalkan langkah yang sudah ada. *Kedua*, merumuskan pola integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial yang optimal dalam kerangka bauran instrumen kebijakan (*instrument mix*) yang efektif, dengan memperhitungkan mekanisme penentuan BI Rate yang dikombinasikan dengan instrumen non suku bunga, seperti intervensi valas dan instrumen makroprudensial, baik untuk pengelolaan likuiditas maupun capital flows. *Ketiga*, merumuskan kerangka kebijakan nilai tukar dalam rangka pencapaian stabilitas harga, dengan memperhitungkan implikasinya terhadap operasi moneter valas, capital flows, cadangan devisa, dan sustainabilitas keuangan

BI. *Keempat*, merumuskan kerangka kelembagaan penerapan *Flexible* ITF, mencakup proses pengambilan keputusan, koordinasi kebijakan dengan Pemerintah, khususnya untuk memperbaiki sisi penawaran dan dalam upaya mendukung stabilitas sistem keuangan, strategi komunikasi kebijakan.

Berdasarkan pendalaman literatur dan hasil penelitian terkait dengan ITF yang mengacu pada karakteristik perekonomian Indonesia, serta asesmen *best practice* ITF di beberapa bank sentral lain, **penguatan strategi kebijakan moneter yang sesuai dengan perekonomian Indonesia ke depan dapat dirumuskan dalam format *Flexible* ITF.** Dalam konteks ini, cakupan fleksibilitas tidak hanya pada penekanan preferensi kebijakan untuk mengupayakan stabilitas harga dan output, sebagaimana pandangan literatur selama ini, namun juga aspek-aspek strategis kebijakan moneter lainnya. Untuk itu, dengan tetap berpijak pada elemen-elemen yang telah terbangun (*inherent*) dalam ITF, elemen dasar *Flexible* ITF dirumuskan berdasarkan pada beberapa pemikiran sebagai berikut.

1. Inflation Targeting sebagai strategi dasar kebijakan moneter

Substansi utama dari hal ini adalah bahwa pengendalian inflasi sesuai target sebagai *overriding objective* kebijakan moneter. Trade-off pertumbuhan ekonomi, stabilitas nilai tukar dan stabilitas sistem keuangan dipertimbangkan dalam perumusan kebijakan moneter; namun, apabila terjadi konflik, pencapaian target inflasi yang diutamakan. Selain itu, akan dilakukan penguatan pada elemen kelembagaan ITF, seperti independensi, akuntabilitas, dan transparansi kebijakan moneter.

2. Integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial dalam mencapai kestabilan makroekonomi secara keseluruhan

Penguatan keterkaitan antara kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan

dilakukan melalui integrasi kebijakan moneter dengan kebijakan makroprudensial. Krisis global memberi pelajaran pentingnya peran *financial accelerator* dalam kebijakan moneter. Stabilitas sistem keuangan menentukan efektivitas transmisi kebijakan moneter. Demikian pula, respon kebijakan moneter berpengaruh terhadap stabilitas sistem keuangan. Untuk itu sangat diperlukan penerapan bauran instrumen kebijakan. Dalam hal ini, respon kebijakan suku bunga, sebagai *stance* kebijakan utama, perlu didukung oleh kebijakan nilai tukar dan kebijakan makroprudensial untuk pengelolaan aliran modal asing dan likuiditas domestik.

3. Peran kebijakan nilai tukar dan kebijakan arus modal dalam kerangka kebijakan moneter untuk mencapai kestabilan harga

Penguatan kebijakan nilai tukar dalam rangka pencapaian stabilitas harga. Penentuan *path* nilai tukar dilakukan konsisten dengan pencapaian sasaran inflasi dan stabilitas makro ekonomi. Solusi "*possible trinity*" yang optimal dicari dengan melihat keterkaitan kebijakan stabilisasi nilai tukar dengan pengelolaan *capital flows*, dan implikasinya terhadap kecukupan cadangan devisa.

4. Penguatan kerangka koordinasi kebijakan Bank Indonesia dengan Pemerintah untuk mengendalikan harga serta menjaga stabilitas moneter dan sistem keuangan.

Penguatan kerangka koordinasi menjadi sangat penting mengingat selain dari sisi permintaan, sumber tekanan inflasi juga berasal dari sisi penawaran dan komoditi strategis. Selain itu, semakin terbatasnya kapasitas ekonomi dan kendala implementasi program infrastruktur menyaratkan penerapan strategi kebijakan yang terintegratif di antara otoritas kebijakan. Tidak hanya itu, dalam perspektif yang lebih luas, koordinasi kebijakan dapat dilakukan dalam

pengendalian capital flows mengingat karakteristik aliran masuk modal asing (portofolio) yang sensitif terhadap *shocks* isu pembalikan.

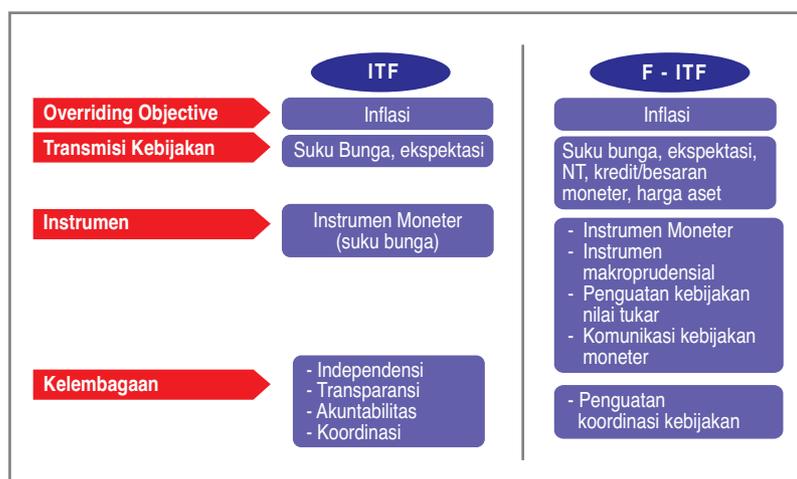
5. Penguatan komunikasi kebijakan moneter dan makroprudensial sebagai bagian dari instrumen kebijakan.

Komunikasi kebijakan moneter bukan lagi ditujukan hanya untuk transparansi dan akuntabilitas, namun lebih sebagai sebuah instrumen kebijakan moneter yang sangat berperan. Dalam komunikasi kebijakan didisain untuk menggerakkan ekspektasi publik dan pelaku pasar, mengurangi ketidakpastian, meredam 'noise', dan meningkatkan kepastian arah ke depan (*predictability*) sehingga mengurangi volatilitas pasar keuangan, serta sekaligus memberikan pemahaman kepada publik (public education) tentang tujuan kebijakan moneter, kerangka kerja dan kerangka operasional kebijakan moneter, transmisi kebijakan moneter.

Sehubungan dengan pemikiran di atas maka format kerangka kerja *Flexible* ITF dapat diletakkan dalam dimensi makroekonomi dengan **lima elemen dasar**, yang secara umum dapat digambarkan dalam bagan berikut.



Bagan 1.1.
Elemen Dasar Flexible ITF



Bagan 1.2.
Perbedaan ITF dan Flexible ITF

Dengan merujuk pada lima elemen tersebut, dalam pencapaian *overriding objectives* ITF dan *Flexible* ITF secara substantif adalah sama, yaitu pengendalian inflasi. Perbedaan yang penting adalah terkait dengan pemaknaan substansi “fleksibilitas”, yaitu fleksibel dalam menempatkan kerangka stabilitas sistem keuangan dengan penerapan bauran instrumen kebijakan moneter – makroprudensial; fleksibel dalam menempatkan peran kerangka strategi pengelolaan nilai tukar; serta penguatan kelembagaan untuk mengoptimalkan peran koordinasi dan komunikasi kebijakan. Perbedaan tersebut disampaikan pada bagan berikut.

Terkait dengan perbedaan di atas, satu substansi yang paling mendasar yang perlu mendapatkan perhatian yaitu bahwa dalam merumuskan strategi kebijakan moneter pasca krisis, Bank Indonesia dituntut untuk **semakin memperkuat stabilitas sistem keuangan** untuk memastikan perekonomian dan sistem keuangan berada dalam kondisi yang stabil baik dari sisi makroekonomi maupun sektor keuangan. Pergeseran atau penekanan mandat bank sentral untuk menjaga stabilitas sistem keuangan memiliki konsekuensi

pada komplikasi tata kelola kebijakan.⁷ Untuk itu, format mandat Bank Indonesia untuk menjaga stabilitas moneter dan sistem keuangan secara bersamaan perlu dirumuskan dengan tepat, khususnya terkait dengan upaya untuk merumuskan integrasi atau bauran kebijakan moneter dan makroprudensial yang optimal. Dalam kaitan ini, merujuk pada beberapa pemikiran dan pengamatan empiris, format integrasi kebijakan yang optimal perlu tetap mengacu pada pertimbangan utama bahwa kebijakan yang diterapkan nantinya tidak kontradiktif terhadap pencapaian sasaran inflasi dalam jangka menengah dan panjang.

Penelitian ini terdiri dari enam bab. Bab pertama berisi pendahuluan yang terdiri dari latar belakang, tujuan, metodologi. Selanjutnya pada bab kedua akan dipaparkan mengenai pengendalian inflasi sebagai sasaran moneter yang didalamnya membahas karakteristik dan dinamika inflasi di Indonesia, desain target inflasi serta apakah harga aset perlu diikutsertakan dalam pengukuran stabilitas

⁷ Berbeda dengan format tata kelola kebijakan moneter yang sudah dipahami secara umum sebagaimana dalam penerapan ITF selama ini, format tata kelola kebijakan stabilitas sistem keuangan belum sepenuhnya dipahami.

harga. Bab ketiga akan menjelaskan mengenai penguatan kerangka kebijakan nilai tukar yang antara lain membahas mengenai penentuan path nilai tukar dan bagaimana implikasi kebijakan nilai tukar terhadap operasi moneter, capital flow, cadangan devisa dan sustainabilitas keuangan BI. Bab keempat akan menjabarkan penguatan kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan yang mencakup perilaku sektor keuangan,

integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial serta bauran kebijakan yang akan digunakan dalam FITF. Bab kelima akan menjabarkan kerangka koordinasi dan strategi komunikasi kebijakan. Penelitian ini akan ditutup oleh perumusan alternative desain *Flexible* ITF yang meliputi kerangka strategis, operasional kebijakan dan kerangka kerja kelembagaan.

Pengendalian Inflasi Sebagai Sasaran Moneter

2.1 Karakteristik dan Dinamika Inflasi Indonesia

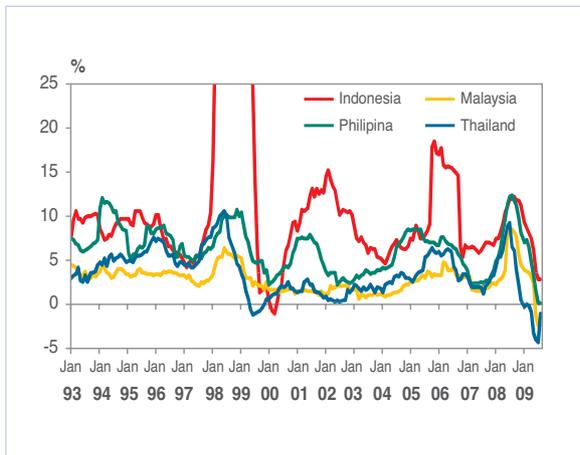
2.1.1 Karakteristik Inflasi

Perilaku inflasi Indonesia ditandai dengan karakteristik yang cukup unik, dimana inflasi masih tetap bertahan di level tinggi, paling tidak dalam dua dekade terakhir. Di luar periode krisis, rata-rata inflasi masih bertengger di sekitar 8,2%, disertai tingkat volatilitas (standar deviasi) yang cukup tinggi. Bahkan, setelah mengeliminir pengaruh kejutan-kejutan struktural (*shocks*), kesimpulan mengenai masih tingginya level inflasi Indonesia tidak berubah

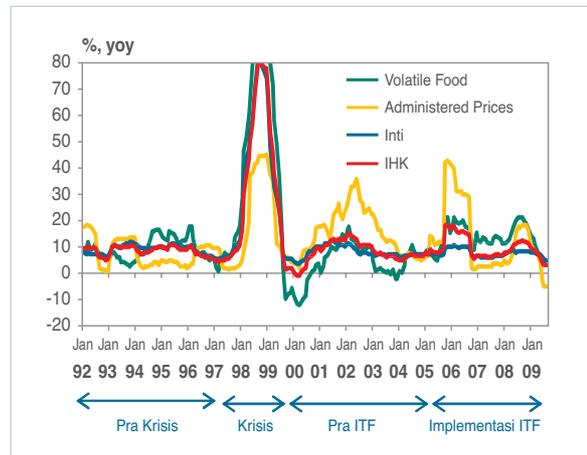
seperti tercermin dari rata-rata inflasi inti yang masih mencapai 7,6%. Meski demikian, **pasca implementasi ITF inflasi inti cenderung menurun hingga secara rata-rata mencapai 6,6%** (Tabel 2.1). Hal ini mengandung arti bahwa jika tidak terjadi kejutan dari sisi penawaran dan dengan catatan sisi permintaan tidak mengalami perubahan berarti, maka inflasi cenderung akan mengarah ke level inflasi inti tersebut. Sementara itu, bila dibandingkan dengan negara-negara lain di sekitar kawasan (Thailand, Malaysia Singapura, atau Filipina), realisasi inflasi tersebut masih tergolong tinggi. (Grafik 2.1)

Tabel 2.1.
Disagregasi Inflasi

Periode		IHK			
		Headline	Inti	Administered	Volatile Food
Pra Krisis (1990:04-1997:07)	Rata-rata	8.3	8.4	8.2	8.8
	Std. Deviasi	1.9	1.9	5.5	4.0
Pasca Krisis (2000:01-2010:12)	Rata-rata	8.2	7.2	12.7	8.7
	Std. Deviasi	4.1	2.1	11.3	7.4
Pra ITF (2000:01-2005:06)	Rata-rata	7.9	7.7	15.0	4.5
	Std. Deviasi	3.7	2.1	8.6	6.7
ITF (2005:07-2010:12)	Rata-rata	8.5	6.6	10.4	13.0
	Std. Deviasi	4.4	1.9	13.1	5.3
Total (excl. Krisis Nilai Tukar)	Rata-rata	8.2	7.6	11.0	8.7
	Std. Deviasi	3.4	2.1	9.8	6.3



Grafik 2.1
Perbandingan Inflasi Regional



Grafik 2.2
Dekomposisi Inflasi Indonesia

Fenomena laju inflasi yang bertahan tinggi, meski sudah menghilangkan *shocks*, menandakan bahwa inflasi Indonesia memiliki persistensi yang tinggi. Inflasi yang sangat persisten dapat diartikan sebagai persentasi kenaikan harga yang sulit berubah. Dengan kata lain, harga cenderung naik secara periodik dengan persentasi yang relatif sama. Jika persistensi inflasi tinggi, inflasi akan lambat kembali ke level jangka panjangnya setelah mengalami kejutan. Sebaliknya jika persistensinya rendah, inflasi akan kembali dengan cepat ke level keseimbangan jangka panjangnya.

Sejumlah penelitian di Bank Indonesia menemukan tingginya derajat persistensi inflasi inti.⁸ Persistensi inflasi yang tinggi sejalan dengan inflasi Indonesia yang lebih tinggi dibandingkan inflasi sebagian besar negara sekawasan di Asia. Persistensi inflasi ini dipengaruhi sejumlah faktor. *Pertama*, inflasi yang terjadi di periode menjelang hari raya Idul Fitri biasanya bertambah sekitar 0,6 hingga 0,8 *percentage point* (secara tahunan). Faktor kedua

⁸ Alamsyah (2008) menghitung persistensi inflasi Indonesia mencapai 0,8 – 0,9. Dengan mengadopsi formula dari Gujarati (2003) persistensi inflasi 0,8 – 0,9 mengandung arti bahwa jika terjadi kejutan maka 50% kejutan tersebut akan diserap dalam jangka waktu 4 – 9 bulan dan sisanya akan diserap seiring perjalanan inflasi kembali ke rata-rata normal jangka panjangnya. Perhitungan lama waktu yang diperlukan untuk menyerap 50% shocks menggunakan rumus perhitungan mean lag $\rho / (1 - \rho)$, dengan ρ adalah derajat persistensi.

bersumber dari *mark-up* harga di awal periode melalui *band* nilai tukar untuk mengantisipasi depresiasi dan volatilitas nilai tukar. Ketika nilai tukar dalam tren melemah, faktor ini menambah inflasi tahunan sekitar 0,05 sampai 0,1 *percentage point*. Selanjutnya, kenaikan upah minimum buruh setiap tahunnya, yang lebih mengacu pada inflasi indeks kebutuhan hidup minimum (KHM) yang umumnya lebih besar dari inflasi IHK, dapat menaikkan harga jual produk secara persisten setiap tahunnya. Namun, apabila kenaikan upah itu diteruskan sepenuhnya ke harga jual, kenaikannya diperkirakan hanya sekitar 0,01 *percentage point* karena kecilnya porsi biaya tenaga kerja dalam struktur biaya dan harga. Faktor lain yang diperkirakan menyumbang persistensi inflasi bersumber dari volatilitas harga bahan makanan yang diikuti perilaku penetapan harga yang asimetris. Selain itu, kenaikan biaya-biaya *overhead* eksternal apabila berlangsung persisten setiap periodenya, dapat menyumbang persistensi inflasi.

Meskipun demikian, inflasi telah menjadi kurang persisten setelah krisis 1997.⁹ Karakteristik inflasi IHK yang semakin bergejolak pasca krisis nilai

⁹ Dengan menggunakan model NKPC (New Keynesian Phillips Curve), Alamsyah (2008) menemukan berkurangnya persistensi inflasi pasca krisis. Penurunan derajat persistensi inflasi tersebut juga sejalan dengan penelitian Yanuarti (2007).

tukar 1997 dapat menjelaskan penurunan persistensi tersebut. Selanjutnya volatilitas inflasi juga meningkat pada periode ITF dibandingkan periode pra ITF (2000-2005). Peningkatan volatilitas ini bersumber dari kenaikan volatilitas sejumlah determinan inflasi yaitu nilai tukar Rupiah, inflasi komoditas *administered*, khususnya bahan bakar minyak (BBM), dan inflasi *volatile food*. **Dalam hal ini persistensi inflasi yang berkurang bersumber dari perbaikan persistensi faktor-faktor penyebab inflasi (penurunan *extrinsic persistence*).**

Sebagai contoh, nilai tukar Rupiah semakin bergejolak pasca krisis nilai tukar seiring dengan penggunaan sistem nilai tukar mengambang bebas. Sebelum krisis ekspektasi perubahan nilai tukar selalu bersifat ekspektasi depresiasi. Setelah krisis pelaku ekonomi ada kalanya mengekspektasikan nilai tukar akan menguat. Pergerakan nilai tukar pada periode 2006 hingga 2010, pasca penerapan ITF secara resmi, cenderung stabil dan menguat kecuali pada krisis ekonomi global 2008.

Harga BBM yang digunakan sebagai bahan baku industri semakin bergejolak karena tidak disubsidi lagi melainkan mengikuti pergerakan harga minyak internasional yang tidak hanya dapat meningkat tetapi juga bisa mengalami penurunan. Secara historis, lonjakan harga minyak selalu diikuti penurunan harga energi tersebut. Kondisi ini memengaruhi volatilitas biaya bahan bakar produsen yang sedikit banyak pada gilirannya diteruskan ke harga barang konsumen. Frekuensi kenaikan harga BBM yang disubsidi juga berkurang dibandingkan sebelum krisis. Demikian juga keteraturan periodisasinya berkurang, antara lain disebabkan adanya penundaan realisasi. Sebagai contoh, harga bahan bakar transportasi yang disubsidi tidak berubah sejak dinaikkan pada Oktober 2005. Sebelum krisis 1997 harga BBM industri dan transportasi masih disubsidi seluruhnya. Periodisasi kenaikan harganya pada kurun waktu itu lebih teratur dan lebih bisa diekspektasi oleh pelaku ekonomi.

Volatilitas inflasi kelompok makanan yang harganya bergejolak (*volatile food*) juga meningkat pasca krisis nilai tukar. Penyebabnya adalah anomali iklim yang menimbulkan curah hujan ekstrim dan pergeseran musim sehingga mengganggu pola produksi pangan.

Faktor lain penyebab berkurangnya persistensi inflasi biasanya dikaitkan dengan hipotesis berkurangnya ketergantungan pada inflasi masa lalu karena adanya perilaku menengok ke belakang (*backward looking*) dalam mekanisme penetapan harga (berkurangnya *intrinsic persistence*). Sifat adaptif itu digeser oleh perilaku penetapan harga yang lebih mengacu pada ekspektasi harga pada periode mendatang (*forward looking*). Lebih jauh, penurunan persistensi inflasi jenis ini dihipotesiskan sebagai perbaikan kredibilitas Bank Indonesia mengarahkan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi kepada target inflasi Bank Indonesia yang ditetapkan pemerintah¹⁰ (perbaikan *expectations-based persistence*).

Selain faktor persistensi yang tinggi, cukup sulitnya pencapaian inflasi yang rendah dan stabil disebabkan oleh besarnya *shocks* dalam perekonomian domestik. Kejutan-kejutan tersebut dapat terjadi dari sisi pasokan dan distribusi pangan (*adverse supply shock*) yang menaikkan inflasi kelompok *volatile food* maupun dari kebijakan-kebijakan harga yang ditetapkan pemerintah yang memengaruhi inflasi kelompok *administered*.

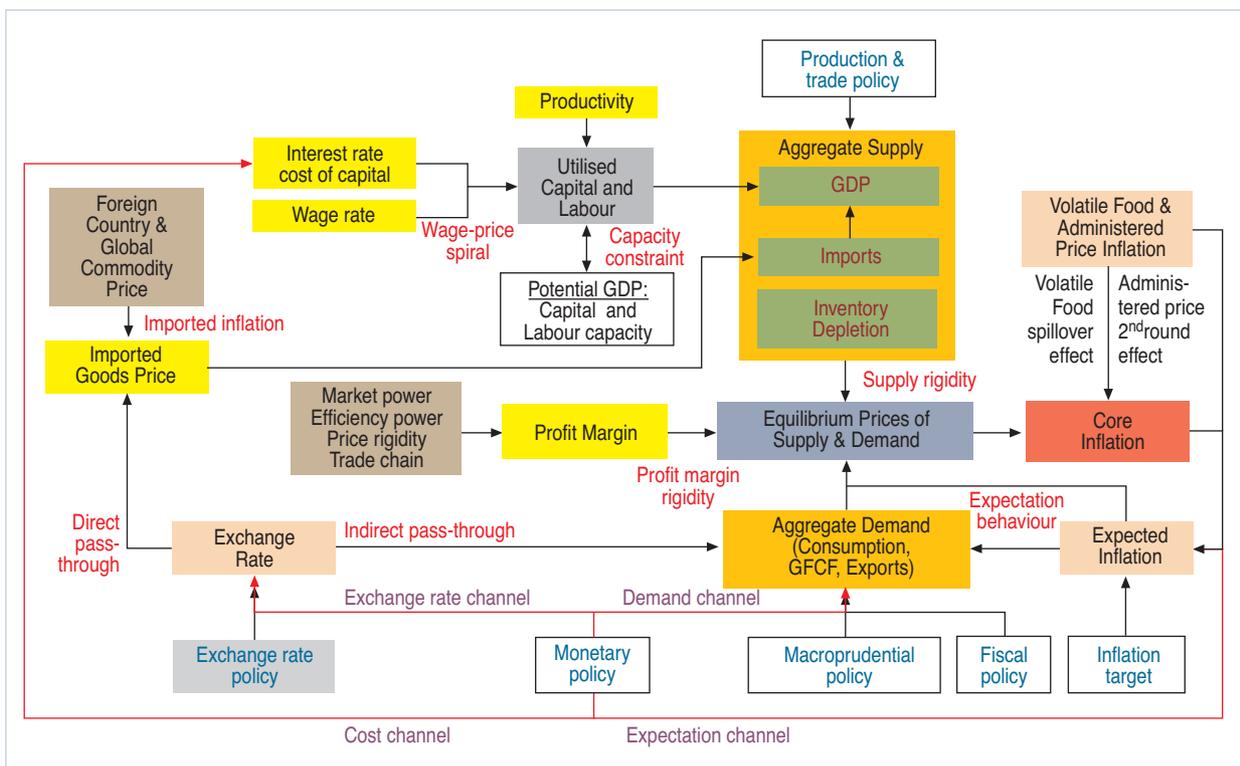
Selain dari sisi non-fundamental yang terefleksikan dari *shocks* tersebut, pengendalian inflasi dari sisi fundamental juga masih menghadapi kendala. Pencapaian inflasi inti tidak hanya

10 Harmanta (2009) menguji hipotesis tersebut dengan pendekatan Kalman filter. Sejalan dengan penerapan ITF, parameter Kalman gain mengalami peningkatan dari sekitar 0,2 pada periode sebelum penerapan ITF (Juli 2005) menjadi sekitar 0,4 pada periode setelah penerapan ITF (Tabel 2.1). Peningkatan ini disimpulkan sebagai perbaikan kredibilitas kebijakan moneter. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan Siregar dan Goo (2008) yang menunjukkan bahwa inflation inertia di Indonesia mengalami penurunan baik untuk tradable goods dan non tradable goods pada periode penerapan ITF dibandingkan dengan periode sebelum penerapan ITF. Perilaku agen ekonomi yang lebih bersifat forward looking dalam pembentukan inflasi pada periode penerapan ITF tersebut sejalan dengan temuan Solikin (2004), Yanuarti (2007), dan Alamsyah (2008).

ditentukan oleh interaksi antara permintaan dengan penawaran dan ekspektasi inflasi. Inflasi inti juga dipengaruhi oleh (a) *imported inflation* melalui kenaikan inflasi biaya bahan baku dan barang jadi impor, baik dari inflasi negara mitra impor maupun inflasi harga komoditas global, (b) *pass-through* nilai tukar ke inflasi, (c) kenaikan biaya produksi barang dan jasa sebagai dampak putaran kedua inflasi *administered*, dan (d) kenaikan biaya produksi barang sebagai dampak putaran kedua/dampak rambatan inflasi *volatile foods* melalui komoditas makanan turunan yang berada di keranjang IHK inti.

Tekanan inflasi inti yang bersumber dari interaksi permintaan dan penawaran barang dan jasa ditentukan oleh sejumlah faktor. *Pertama*, pertumbuhan konsumsi barang dan jasa. *Kedua*, kemampuan penawaran dalam memenuhi peningkatan konsumsi melalui pertumbuhan kapasitas perekonomian domestik dan ketersediaan

penawaran eksternal (impor). *Ketiga*, kenaikan biaya rata-rata yang ditimbulkan dari pemenuhan permintaan, misalnya kenaikan biaya tenaga kerja lembur akibat penambahan jam kerja atau kenaikan biaya tetap per unit akibat dari investasi barang modal tetap. *Keempat*, kekuatan pasar produsen dan pedagang dalam memengaruhi *pass-through* kenaikan biaya ke harga. *Kelima*, kekuatan pasar yang dimiliki produsen dan pedagang yang memengaruhi respons kenaikan margin keuntungan terhadap keterbatasan penawaran memenuhi kenaikan permintaan. *Keenam*, respons produsen dan pedagang terhadap perubahan elastisitas permintaan terhadap harga. *Ketujuh*, pengaruh kenaikan permintaan barang dan jasa terhadap upah tenaga kerja melalui interaksi permintaan dan penawaran tenaga kerja. *Kedelapan*, pengaruh kebijakan makroekonomi, misalnya kebijakan suku bunga, pengendalian likuiditas, nilai tukar,



Bagan 2.1
Determinan Inflasi Inti

makroprudensial perbankan, dan pajak, melalui jalur permintaan dan jalur biaya.

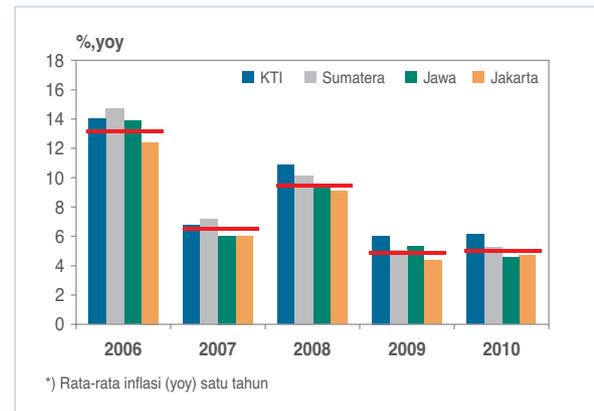
Sementara itu, tekanan inflasi inti yang berasal dari ekspektasi inflasi tidak hanya dipengaruhi oleh realisasi dan ekspektasi inflasi harga barang dan jasa kelompok IHK inti, tetapi juga dipengaruhi oleh ekspektasi depresiasi Rupiah,

perkembangan dan ekspektasi inflasi *volatile foods* dan *administered*, serta target inflasi pemerintah.

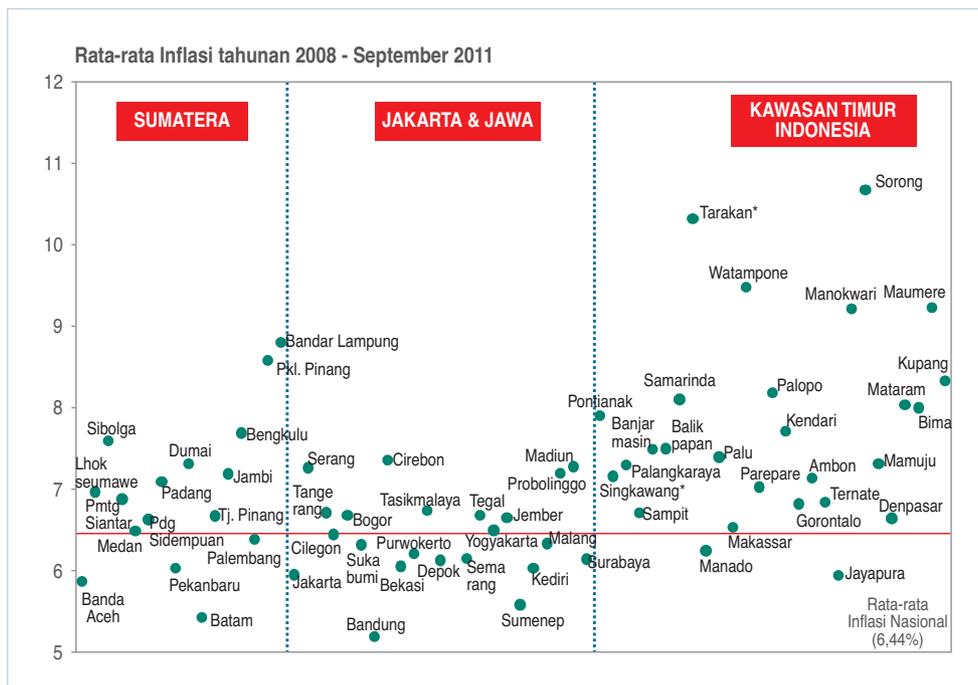
Cukup dominannya fenomena *shocks* pada inflasi domestik membawa dampak lanjutan melalui jalur ekspektasi inflasi yang selanjutnya dapat memengaruhi realisasi inflasi IHK inti dan *headline*.

Tabel 2.2. Bobot Kota per Wilayah dalam Penghitungan Inflasi

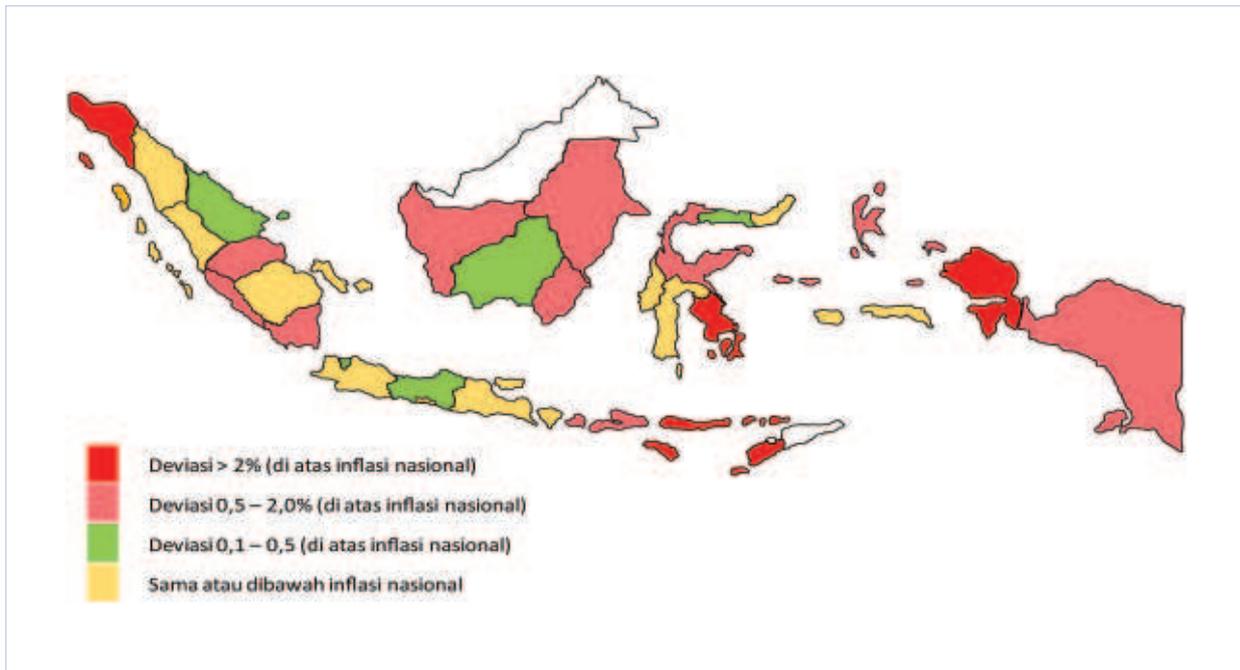
Wilayah	Bobot Kota
Sumatera	19,30%
Kalimantan	6,25%
Sulampua	7,11%
Jawa (selain DKI Jkt)	41,74%
Total	100,00%



Grafik 2.3
Perbandingan Inflasi antar Wilayah



Grafik 2.4
Sebaran Tingkat Inflasi Kota



Gambar 2.1
Sebaran inflasi IHK di daerah pasca ITF

Terkait dengan pengendalian inflasi nasional, potret tentang inflasi daerah menjadi bagian yang sangat penting untuk diperhatikan. Secara statistik, inflasi nasional merupakan representasi dari inflasi tertimbang berbagai daerah yang tersebar di seluruh Indonesia.¹¹ Bahkan, inflasi daerah (di luar Jakarta) memiliki bobot hingga 77,5% dari total keranjang konsumsi masyarakat dalam IHK.¹² Berbagai persoalan terkait pasokan dan distribusi kerap kali menjadi sumber penyebab naiknya tekanan inflasi di berbagai daerah. Dalam kondisi keterhubungan antar daerah yang belum optimal ditengah ketergantungan pasokan antara daerah menyebabkan dinamika perkembangan inflasi di daerah rentan dipengaruhi oleh faktor kejutan di sisi pasokan.

Karakteristik perekonomian daerah dan kondisi geografis memengaruhi perilaku inflasi di tiap daerah. **Dekomposisi perkembangan inflasi berdasarkan daerah menunjukkan bahwa perkembangan inflasi di wilayah Sumatera dan sebagian besar Kawasan Timur Indonesia (KTI) kerap kali berada di atas inflasi nasional.** Selain itu, variabilitas inflasi antar daerah juga masih cukup tinggi yaitu berada di kisaran 2-3%.¹³

Berdasarkan dekomposisi pada kelompok komoditas, tingginya inflasi wilayah Sumatera dan sebagian KTI relatif terhadap inflasi nasional terjadi pada seluruh kelompok baik pangan maupun non-pangan. Secara umum, tekanan inflasi yang tinggi di wilayah Sumatera sejalan dengan struktur pertumbuhan ekonomi yang didorong oleh

11 Jumlah kota yang menjadi basis penghitungan inflasi berdasarkan Survei Biaya Hidup (SBH) 2007 terdiri dari 66 kota.

12 Bobot inflasi daerah berdasarkan SBH 2007 tersebut meningkat bila dibandingkan dengan hasil SBH 2002 yang mencapai sekitar 72,3%, sejalan dengan penurunan bobot kota Jakarta akibat penambahan jumlah kota yang disurvei. Meski demikian, secara umum dapat disimpulkan peranan yang cukup dominan dari inflasi daerah dalam kerangka inflasi nasional.

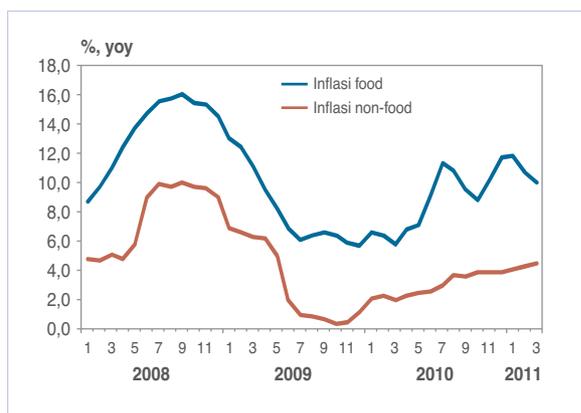
13 Wimanda (2006) juga menemukan bahwa inflasi daerah baik secara agregat maupun sub-kelompok barang dan jasa tidak menunjukkan adanya konvergensi ke suatu level yang bersifat nasional. Temuan ini kemungkinan terkait dengan struktur perekonomian yang berbeda yang menyebabkan juga perbedaan secara sistematis dari inflasi masing-masing daerah.

Tabel 2.3.
Dekomposisi Inflasi Daerah

Wilayah	2008	2009	2010
Inflasi Pangan			
Sumatera	15,51	3,74	12,27
DKI	14,15	6,91	11,75
Jawa	13,82	5,53	11,68
KTI	16,46	6,60	12,30
NASIONAL	14,56	5,65	11,69
Inflasi Non Pangan			
Sumatera	8,07	1,52	4,23
DKI	9,82	0,29	3,62
Jawa	8,36	1,10	3,47
KTI	8,87	1,86	4,17
NASIONAL	9,02	1,14	3,84

konsumsi. Kondisi berbeda ditunjukkan oleh wilayah Sulampua dimana tekanan inflasi lebih disebabkan oleh komoditas pangan, sehingga lebih mencerminkan inflasi dari sisi penawaran. Sebaliknya inflasi komoditas non-pangan di wilayah ini justru relatif rendah dibanding inflasi nasional pada kelompok yang sama.

Tingginya inflasi komoditas pangan di beberapa daerah terutama disebabkan oleh ketergantungan yang cukup tinggi terhadap pasokan dari daerah lain terutama pada kelompok makanan jadi dari Jawa. Hal ini terkait dengan produksi



Grafik 2.5
Inflasi Nasional Pangan dan Non-Pangan

makanan jadi yang relatif terkonsentrasi di Jawa. Selain itu, rantai distribusi cukup panjang disertai peran distributor dan pedagang pengumpul (pengepul) di daerah sangat dominan dalam mekanisme pembentukan harga terutama komoditas pangan. Demikian pula kondisi geografis Indonesia di tengah keterhubungan antar daerah yang masih relatif rendah berdampak pada kerentanan gangguan yang menghambat arus distribusi barang secara umum.

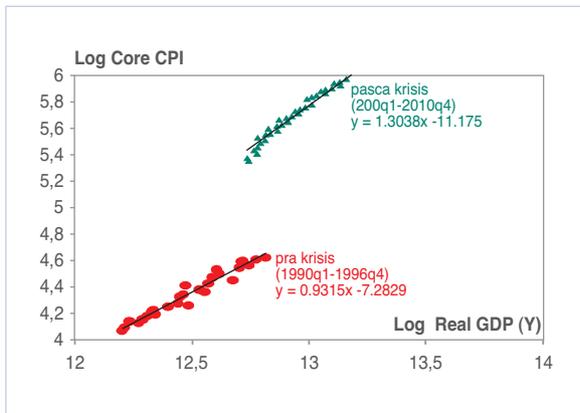
2.1.2 Interaksi Permintaan dan Penawaran

a. Kemampuan Sisi Penawaran Merespons Permintaan

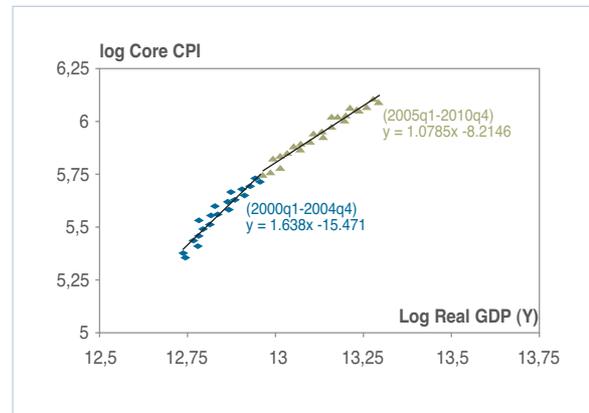
Hipotesis keterbatasan sisi suplai merespons penguatan permintaan (*structural rigidity* dan *capacity constraints*) telah dibahas antara lain, dalam dua penelitian Bank Indonesia.¹⁴ Penelitian tersebut masing-masing melihat kurva inflasi konsumen vs. kesenjangan PDB dan kurva tingkat harga konsumen vs. tren PDB riil. **Berangkat dari kemiringan kurva yang semakin tajam, riset tersebut menyimpulkan bahwa pasca krisis 1997 kemampuan produksi domestik (PDB) semakin terbatas merespons permintaan. Namun demikian, kekakuan penawaran domestik selama pasca krisis terindikasi membaik.** Ini terlihat dari kurva IHK inti vs. PDB yang sedikit berkurang kecuramannya. Perbaikan riiditas ini terkait dengan kontribusi yang semakin dominan dari aktivitas produksi jasa, misalnya subsektor komunikasi, bagi pertumbuhan PDB. Inflasi IHK inti dalam tren menurun sebagai sumbangan dari turunnya inflasi kelompok jasa dan stabilnya inflasi inti kelompok barang *tradeable* non makanan pada level yang rendah.

Hipotesis mengenai keterbatasan kapasitas dalam perekonomian Indonesia dilandasi sejumlah

¹⁴ Lihat "Kondisi Sisi Penawaran dan Implikasinya pada Tekanan Inflasi", Laporan Perekonomian Indonesia 2009, halaman 98-100, dan "Tingkat Kekakuan Kurva Penawaran Sebelum dan Sesudah Krisis Moneter", Boks A Outlook Ekonomi Indonesia 2006-2010, Edisi Juli 2006 halaman 30-32.



Grafik 2.6
IHK inti vs. PDB riil (pra & pasca krisis 1997)



Grafik 2.7
IHK inti vs. PDB riil (pasca krisis 1997)

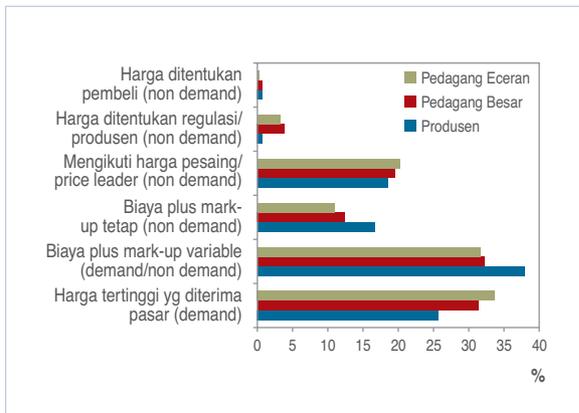
permasalahan di sisi penawaran, diantaranya **hambatan struktural mikro**. Hambatan tersebut terutama berupa inefisiensi atau ekonomi biaya tinggi, ketidakharmonisan regulasi pusat dan daerah, infrastruktur dan pasokan energi yang kurang memadai, serta kemampuan tenaga kerja yang rendah. Hambatan tersebut dapat memengaruhi kesinambungan prospek perekonomian dan kestabilan kondisi makroekonomi, di samping menurunkan daya saing relatif Indonesia dengan negara lain di kawasan. Kondisi ini membawa implikasi bagi kebijakan stimulasi permintaan. Pelonggaran kebijakan moneter dikuatirkan memicu inflasi lebih cepat.

Kesimpulan adanya kekakuan penawaran domestik merespons permintaan, berdasarkan perubahan kecuraman kurva harga vs. output, dilandasi asumsi bahwa bahwa determinan utama inflasi Indonesia adalah faktor tarikan permintaan (*demand-pull inflation*). Tetapi kurva harga vs. PDB yang semakin curam tidak selalu menandakan penawaran yang tidak dapat mengimbangi permintaan sehingga produsen menaikkan harga dan margin keuntungan. Inflasi tekanan biaya (*cost-push inflation*) yang meningkat bisa juga membuat kemiringan kurva harga vs. PDB bertambah curam. Inflasi harga output yang tinggi karena kenaikan inflasi komponen biaya marginal atau kenaikan margin

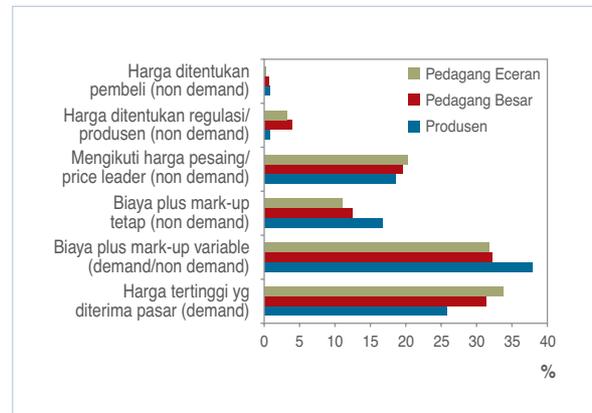
keuntungan, misalnya karena persaingan yang melemah, dapat mengurangi permintaan terhadap output dan input produksi sehingga PDB tumbuh melambat.

Berbagai indikator sejauh ini belum cukup kuat mendukung asumsi atau hipotesis bahwa inflasi tarikan permintaan merupakan determinan utama inflasi Indonesia. Indikator tersebut meliputi survey mekanisme pembentukan harga 2001 dan 2009, perkiraan output gap, kontribusi determinan inflasi pada asesmen realisasi inflasi bulanan dan tahunan, perkembangan utilisasi kapasitas industri, respons investasi terhadap peningkatan utilisasi kapasitas, dan kekakuan margin keuntungan terhadap interaksi permintaan dan penawaran.

Berdasarkan survey mengenai metode penentuan harga yang digunakan produsen dan pedagang, faktor permintaan sepertinya merupakan determinan utama pembentukan harga. Mayoritas produsen, pedagang besar dan pedagang eceran pada survey 2009 menetapkan harganya dengan metode 'biaya plus margin fleksibel' (Grafik 2.8). Metode ini semestinya memberi ruang bagi perusahaan untuk mengurangi (menaikkan) margin keuntungan ketika permintaan melemah (menguat). Namun pilihan terbanyak pada metode ini tidak serta merta menggambarkan fleksibilitas harga terhadap kondisi permintaan. Survey 2009 itu juga



Grafik 2.8 Metode Penetapan Harga Produk Manufaktur di tingkat Produsen dan Pedagang



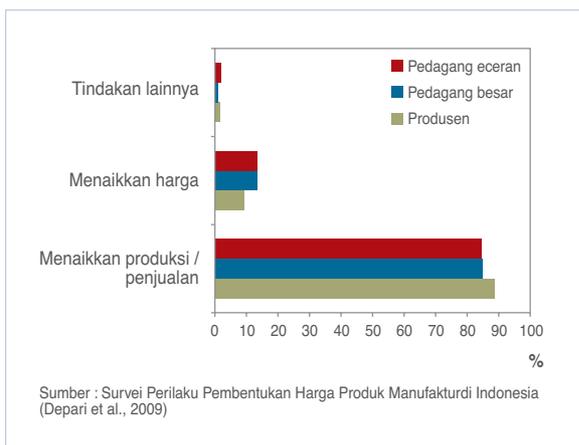
Grafik 2.10 Metode Penetapan Harga Produk Manufaktur di Tingkat Produsen dan Pedagang

menemukan bagaimana mayoritas produsen dan pedagang lebih merespons kenaikan permintaan dengan menambah produksi atau penjualan ketimbang menaikkan harga (Grafik 2.9). Demikian pula sebaliknya, penurunan permintaan lebih direspons dengan pengurangan produksi atau penjualan daripada dengan menurunkan harga. Hal ini menjadi indikasi bahwa kenaikan permintaan masih dapat diimbangi oleh kemampuan penawaran, sehingga faktor keterbatasan penawaran memenuhi permintaan bukan faktor utama kenaikan harga.

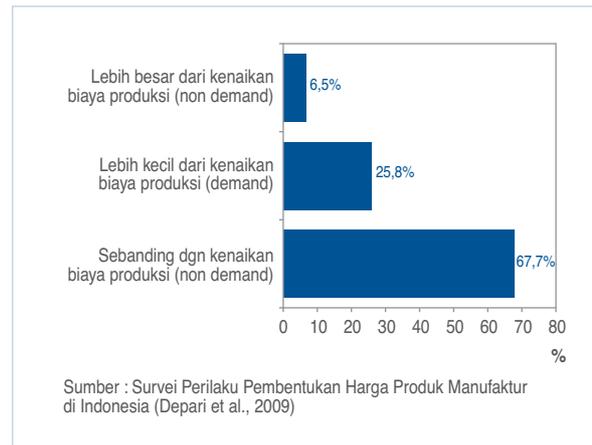
Pilihan terbanyak metode ‘harga plus margin fleksibel’ semestinya juga membuat produsen dan

pedagang bersedia mengorbankan sebagian labanya ketika ada kenaikan biaya produksi di tengah kondisi permintaan yang lemah. Namun mayoritas produsen dan pedagang responden survey ini meneruskan kenaikan biaya produksi ke harga jual secara proporsional ke harga jual sesuai struktur biaya. Hal ini menandakan kuatnya kemampuan produsen dan pedagang mempertahankan margin keuntungan sekaligus pertanda kurang dominannya faktor tekanan permintaan dalam mengubah harga.

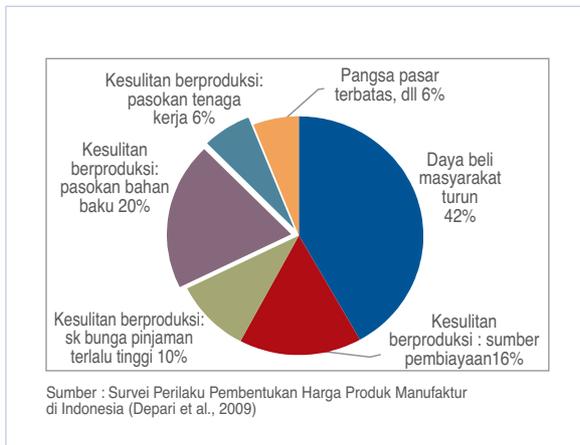
Indikasi kendala kapasitas (*capacity constraints*) dalam merespons permintaan belum



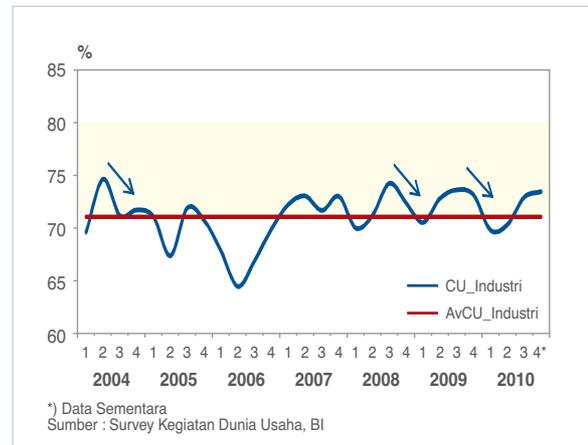
Grafik 2.9. Respons Produsen dan Pedagang mengantisipasi Kenaikan Permintaan



Grafik 2.11. Perilaku Produsen dan Pedagang meneruskan Kenaikan Biaya Produksi ke Harga



Grafik 2.12.
Kendala Produsen Meningkatkan Produksi



Grafik 2.13.
Tingkat Utilisasi Kapasitas Manufaktur

terlihat dari survey mekanisme pembentukan harga tersebut. Kesulitan berproduksi memang merupakan hambatan terbesar (52%) bagi produsen untuk meningkatkan omset produksi dan penjualannya (Grafik 2.12). Namun dari faktor penyebab kesulitan berproduksi, hanya setengahnya yang murni merupakan kendala teknis keterbatasan faktor fisik produksi, yaitu kesulitan memperoleh atau meningkatkan pasokan bahan baku dan tenaga kerja. Faktor selebihnya bersumber dari kesulitan pembiayaan dan suku bunga pinjaman yang terlalu tinggi. Hambatan lain yang signifikan menghambat kenaikan penjualan (48%) adalah faktor permintaan dan pangsa pasar yang terbatas. Hambatan sumber pembiayaan, suku bunga tinggi dan permintaan yang terbatas membutuhkan respons kebijakan yang searah, misalnya dengan meningkatkan pertumbuhan kredit dan mengurangi biaya bunga¹⁵.

Hipotesis kekakuan respons sisi penawaran (*structural rigidity*) di sektor industri pengolahan tidak didukung oleh indikator kapasitas produksi dari hasil survei produksi dan survei kegiatan dunia usaha. Kedua survey itu menunjukkan bahwa utilisasi kapasitas industri yang mendekati 75% biasanya direspons dengan investasi penambahan kapasitas

¹⁵ Hasil survey 2009 ini sejalan dengan temuan pada survey 2002.

produksi. Ini menyebabkan utilisasi kapasitas pada subsektor industri utama sepanjang tahun 2010 masih terjaga di kisaran 70-80%.¹⁶ Selain itu, hubungan antara tingkat utilisasi kapasitas industri pengolahan dengan inflasi di tingkat produsen (deflator PDB industri) dan dengan inflasi IHK inti terindikasi tidak searah, seperti diketahui dari koefisien korelasinya yang negatif¹⁷.

Asesmen realisasi inflasi bulanan selama beberapa tahun terakhir menilai tekanan inflasi dari kesenjangan PDB masih terbatas atau minimal sejalan dengan respon memadai dari sisi penawaran terhadap peningkatan permintaan. Pengaruh interaksi permintaan dan penawaran pada umumnya lebih kecil dibandingkan determinan inflasi lainnya seperti gangguan produksi dan distribusi, kenaikan harga barang dan jasa *administered*, harga komoditas global, nilai tukar dan ekspektasi inflasi.

¹⁶ Lihat Bahan RDG Asesmen Makroekonomi Oktober 2010 – Maret 2011. Hasil survei terhadap industri manufaktur Indonesia pada 2009 memperlihatkan rata-rata utilisasi kapasitas produksi hanya mencapai 75,8%. Hanya 29% perusahaan yang mempunyai rasio utilisasi kapasitas produksi di atas 90%, dan hanya industri kelompok makanan jadi, minuman dan rokok yang mempunyai rata-rata rasio utilisasi mencapai 90%. Lebih jauh, hubungan antara tingkat utilisasi kapasitas industri dengan inflasi di tingkat produsen (deflator PDB industri) terindikasi tidak searah, seperti diketahui dari koefisien korelasinya yang negatif. Korelasi antara tingkat utilisasi kapasitas dengan deflator PDB sektor listrik, gas dan air bersih juga negatif, sementara di sektor pertambangan positif tetapi sangat rendah.

¹⁷ Korelasi antara tingkat utilisasi kapasitas dengan deflator PDB sektor listrik, gas dan air bersih juga negatif, sementara di sektor pertambangan berkorelasi positif tetapi sangat rendah.

Evaluasi tahunan kontribusi realisasi inflasi dengan model proyeksi inflasi (*post-mortem analysis*) juga menghasilkan kesimpulan serupa. Sementara itu kenaikan inflasi pada periode menjelang hari raya Idul Fitri pada umumnya tidak dipandang sebagai ketidakmampuan sisi penawaran memenuhi kenaikan permintaan, melainkan sebagai akibat dari aksi ambil untung pedagang. Survey Mekanisme Penetapan Harga 2002 (Darsono et al., 2002) menemukan bahwa kenaikan harga pada periode-periode tersebut bukan disebabkan oleh keterbatasan penawaran tetapi karena berkurangnya elastisitas permintaan terhadap kenaikan harga.

Namun, keterbatasan penawaran merespons permintaan dapat terjadi di sektor pertanian sejalan dengan penyusutan lahan produktif karena dikonversi menjadi lahan non pertanian. Penurunan kapasitas produksi dari konversi lahan produktif perlu diimbangi oleh kenaikan kemampuan produksi yang bersumber dari pengaktifan lahan terlantar dan peningkatan produktivitas. Bagaimana menaikkan tingkat produksi pada lahan yang semakin terbatas memerlukan cara berproduksi yang memanfaatkan benih yang lebih unggul, cara dan manajemen tanam yang lebih canggih, serta riset benih dan teknik tanam yang lebih unggul (Leksono, 2011). Kemampuan produksi memenuhi permintaan ke depan akan sangat ditentukan keberhasilan program pemerintah untuk meningkatkan produktivitas pertanian, berupa (a) penerapan teknologi pertanian seperti pola *System of Rice Intensification* (SRI) dan tumpang sari/mina padi, (b) pengalokasian pupuk bersubsidi, dan (c) penyebaran varietas baru. Tekanan inflasi karena kendala kapasitas produksi pertanian dapat diredam oleh pasokan impor bahan makanan jika didukung oleh inflasi komoditas global dan inflasi luar negeri yang rendah serta nilai tukar yang menguat.

Meskipun ada potensi keterbatasan kapasitas lahan, inflasi komoditas pertanian lebih dipengaruhi oleh faktor siklus tanam/panen dan faktor alam (cuaca/musim) yang berdampak terhadap produksi aktual dan stok persediaan, serta

faktor distribusi yang cenderung kurang efisien (Prastowo et al., 2008)¹⁸. Kenaikan harga komoditas pangan domestik turut disumbang perilaku spekulatif pedagang, terindikasi dari melebarnya margin harga di tingkat produsen dan konsumen.

Kendala kapasitas produksi memenuhi permintaan dapat juga terjadi pada kapasitas infrastruktur penunjang produksi dan distribusi, seperti jalan raya dan tenaga listrik. Kendala kapasitas infrastruktur penunjang produksi dan distribusi dapat menimbulkan tekanan inflasi karena penambahan kapasitas memerlukan waktu untuk investasi.

Secara umum, tekanan inflasi yang bersumber dari interaksi permintaan dan penawaran lebih banyak bersumber dari keterbatasan produksi di sektor tertentu ketimbang karena tekanan pertumbuhan permintaan. Namun interaksi keduanya tetap menghasilkan kondisi “kelebihan permintaan” (*excess demand*).

b. Spiral Upah-Inflasi

Secara umum, transmisi penyesuaian upah buruh ke harga jual barang terjadi di sektor industri. Hal itu terindikasi dari kausalitas upah ke harga barang industri pengolahan dan IHK berdasarkan Survey Perilaku Penetapan Upah dan Harga (Cadarajat et al., 2008). Transmisi kenaikan upah ke harga jual juga terindikasi terjadi di sektor bangunan. Kausalitas dari upah ke IHK teridentifikasi karena beberapa komoditas dalam IHK seperti sewa dan kontrak rumah terkait harga properti.

Namun, survey tersebut menunjukkan bahwa kenaikan harga jual bukan merupakan respons utama perusahaan manufaktur terhadap kenaikan upah. Perusahaan lebih memilih tindakan efisiensi sebagai langkah pertama untuk mempertahankan tingkat keuntungan. Kenaikan upah pekerja yang tidak

¹⁸ Hal itu berbeda dengan di sektor industri pengolahan dimana produksi yang turun, sehingga utilisasi kapasitas berkurang, umumnya terjadi karena perlambatan permintaan.

sepenuhnya direspons dengan kenaikan harga jual juga dipengaruhi oleh struktur pembentukan harga di tingkat produsen yang lebih dipengaruhi komponen biaya input bahan baku¹⁹.

Kausalitas dua arah antara inflasi dan upah pekerja ditemukan pada periode setelah krisis 1997. Respons kenaikan upah terhadap inflasi terjadi secara *gradual* dan memerlukan waktu penyesuaian. Inflasi akan direspons dengan kenaikan upah baik melalui kebijakan pemerintah berupa kenaikan upah minimum maupun melalui proses negosiasi atas tuntutan kenaikan upah yang dilakukan pegawai dalam rangka menjaga daya beli. Kenaikan upah tersebut, sebagaimana hasil survey terutama mengenai perilaku penetapan harga, pada tahap tertentu akan direspons oleh perusahaan dengan menambah kenaikan harga jual produknya sehingga inflasi meningkat²⁰. Spiral upah diperkirakan lebih kuat pada upah minimum buruh karena kenaikan upah minimum provinsi mengacu pada inflasi indeks kebutuhan hidup minimum yang cenderung mengikuti inflasi IHK.

Tingkat inflasi yang relatif tinggi menambah kesulitan perusahaan mempertahankan biaya tenaga kerja yang rendah untuk memproduksi satu unit produk (*unit labor cost*, ULC). Peningkatan ULC tersebut akan kembali memengaruhi tingkat inflasi pada periode berikutnya (*second-round inflation*). Penyebab tingginya pertumbuhan ULC adalah pertumbuhan upah yang lebih tinggi dibandingkan pertumbuhan produktivitas. Pertumbuhan upah yang tinggi tersebut sedikit banyak disebabkan oleh tingginya peningkatan biaya hidup. Namun demikian pertumbuhan upah yang tidak diimbangi dengan peningkatan produktivitas memaksa perusahaan untuk menaikkan harga jual yang tercermin dari peningkatan PDB deflator.

19 Berdasarkan Tabel Input-Output 2005, biaya tenaga kerja produsen manufaktur sebanyak 11% dari pendapatan penjualan. Kenaikan upah buruh manufaktur sebesar inflasi IHK, misalnya 6%, hanya menyumbang kenaikan harga jual produk industri pengolahan sebesar kurang dari 0,01 pct point.

20 Spiral upah tidak terjadi pada upah buruh tani, hotel dan tambang. Inflasi upah buruh di sektor-sektor itu cenderung lebih rendah dari inflasi IHK. Bahkan upah riil buruh tani telah merosot secara yoy sejak awal 2009.

Sebagai implikasi kebijakan untuk memutuskan atau mencegah spiral upah-harga, Bank Indonesia dan pemerintah berkepentingan menurunkan inflasi yang disebabkan faktor-faktor selain biaya tenaga kerja. Kebijakan di sisi inflasi ini memerlukan dukungan kebijakan sektoral untuk meningkatkan produktivitas tenaga kerja dan barang modal.

c. Kekakuan margin keuntungan terhadap interaksi permintaan dan penawaran

Tekanan inflasi dari interaksi permintaan dan penawaran juga dipengaruhi oleh fleksibilitas margin keuntungan terhadap kenaikan biaya, yang dipengaruhi struktur pasar barang Indonesia yang oligopolistik. Astiyah et al. (2004), dalam penelitiannya mengenai dampak liberalisasi perdagangan terhadap margin keuntungan industri pengolahan, menemukan kekuatan pasar manufaktur yang besar dari tingginya tingkat konsentrasi pasar industri manufaktur²¹. Terkait dengan hal ini, Kurniati et al. (2008) melakukan estimasi yang sama dengan membagi industri pengolahan atas delapan subkelompok industri dan menambahkan variabel siklikalitas. Mereka juga menemukan cukup tingginya tingkat konsentrasi industri manufaktur Indonesia.²²

Indikasi margin keuntungan yang semakin kurang fleksibel menyerap sebagian dampak kenaikan biaya produksi, terlihat dari pergeseran intensitas penggunaan metode penetapan harga secara 'biaya plus margin tetap' dan 'biaya plus margin fleksibel'.²³ Ini pertanda produsen semakin mampu

21 Rasio konsentrasi 4 perusahaan (CR4) dari 10 kelompok industri berkisar 76%-96% yang artinya 4 perusahaan terbesar telah dapat menguasai sebagian besar pangsa pasar.

22 Sekitar 60% dari kelompok industri (berdasarkan KKI 5 digit) memiliki tingkat konsentrasi di atas 75% pada tahun 2006. Kondisi ini salah satunya disebabkan oleh tingginya hambatan masuk untuk industri di Indonesia.

23 Dengan membandingkan hasil survey mekanisme pembentukan harga 2001 (Darsono et al., 2001) dan 2009 (Depari et al., 2009) diketahui semakin sedikit responden manufaktur yang menggunakan metode 'biaya plus margin fleksibel' (dari 52,1% menjadi 37,9%) dan semakin banyak yang mengacu pada 'biaya plus margin tetap' (dari 15,9% menjadi 17,7%). Kondisi yang sama juga terjadi pada level pedagang besar dan pedagang eceran. Komposisi pedagang besar yang menetapkan harga dengan menggunakan 'biaya langsung plus margin fleksibel' turun dari 75,1% menjadi 32,2%, untuk pedagang eceran turun dari 64,4% menjadi 19,5%.

meneruskan kenaikan biaya faktor produksi ke harga jual secara penuh sesuai struktur biaya faktor produksi.

Indikasi margin keuntungan yang makin kurang fleksibel menyerap kenaikan permintaan atau biaya telah ditemukan oleh Astiyah, et al. (2004). Mereka memperoleh temuan menarik bahwa margin harga terhadap biaya (*price-to-cost margin*) justru meningkat, di tengah inflasi bahan baku impor yang menurun karena penurunan bea masuk impor sebagai dampak liberalisasi perdagangan. Kekakuan margin keuntungan terhadap permintaan dapat juga terlihat dari perbedaan antara inflasi di tingkat produsen dengan di tingkat pedagang besar dan eceran. Dalam hal ini, inflasi barang manufaktur di tingkat eceran lebih besar dibandingkan inflasi barang manufaktur di tingkat pedagang besar setelah krisis 1998. Di sektor tanaman pangan perilaku serupa juga terlihat. Perbedaan harga beras di tingkat petani dan di tingkat grosir dan peritel, cukup besar dan meningkat²⁴.

2.1.3 Margin Keuntungan, Harga, dan Inflasi

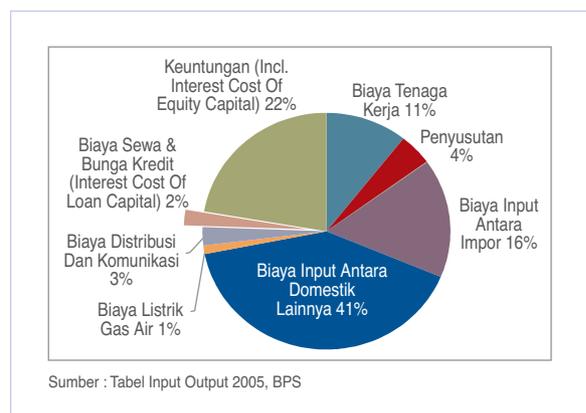
Margin keuntungan merupakan salah satu faktor penting yang memengaruhi perilaku penetapan harga, yang pada gilirannya memengaruhi inflasi. Berdasarkan struktur

pendapatan penjualan agregat produsen manufaktur menurut tabel Input Output 2005 (Grafik 2.16), total keuntungan produsen manufaktur, yang telah mencakup biaya bunga modal ekuitas (*interest cost of equity capital*), mencapai 22%. Sementara biaya bunga kredit (*interest cost of equity capital*) dan biaya sewa hanya 2% dari total pendapatan. Pangsa biaya bunga modal pinjaman (biaya bunga kredit) yang rendah dan biaya bunga modal ekuitas yang tinggi sejalan dengan hasil survei terhadap perusahaan, distributor dan pengecer produk manufaktur pada 2009 yang menunjukkan rendahnya porsi kredit bank dalam pembiayaan produksi dan investasi.²⁵

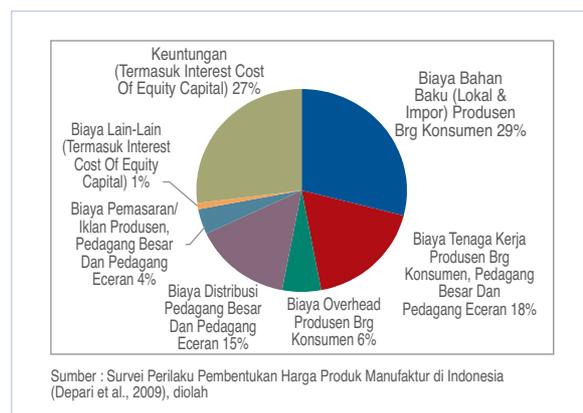
Margin keuntungan ini belum memperhitungkan margin keuntungan produsen barang dan jasa antara domestik, yang telah termasuk dalam biaya distribusi dan komunikasi, biaya listrik, air dan gas, biaya input jasa keuangan, dan biaya input antara domestik lainnya, utamanya

24 Shiroth (2011) melakukan penelitian terkini yang ada indikasinya dengan kekakuan margin keuntungan terhadap perubahan kondisi permintaan. Ia menemukan indikator tingkat persaingan di industri makanan dan minuman selama dua tahun terakhir (2009-2010), yang diukur dengan Herfindahl index, cenderung melemah diikuti margin keuntungan yang cenderung meningkat di tengah efisiensi yang relatif stabil.

25 Porsi pembiayaan dari kredit bank sebesar 26,7% di tingkat produsen atau perusahaan, 15,3% di tingkat distributor, dan 12,4% di tingkat pengecer. Temuan ini sejalan dengan beberapa studi sebelumnya yang menyimpulkan meningkatnya peran sumber dana sendiri (ekuitas) dalam pembiayaan. Menurut survei 2009, porsi penggunaan ekuitas (laba ditahan dan saham) di level produsen mencapai 60,9%, di level distributor 78,4% dan di level pengecer 81,1%.



Grafik 2.14.
Struktur Pendapatan Manufaktur



Grafik 2.15.
Struktur Harga Jual Eceran Produk Manufaktur

biaya bahan baku. Jika semuanya itu diperhitungkan, struktur harga barang jadi konsumen akan terdiri dari biaya tenaga kerja, biaya bahan baku dan antara impor, dan margin keuntungan produsen barang dan jasa domestik sebagai komponen terbesarnya.

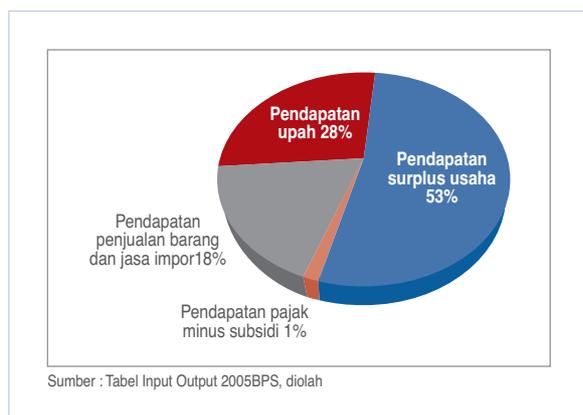
Besarnya porsi total margin keuntungan yang melekat dalam harga barang jadi yang dibayar konsumen sejalan dengan struktur total pendapatan domestik bruto Indonesia. Menurut Tabel Input Output 2005, nilai tambah domestik bruto Indonesia terdiri dari 53% surplus usaha, 28% kompensasi jasa tenaga kerja, 18% pendapatan penjualan barang dan jasa impor, dan 1% pendapatan pajak minus subsidi. Pangsa biaya modal terhadap pendapatan (*capital share*) di negara berkembang cenderung lebih besar dibandingkan di negara maju. Ini terjadi karena lebih rendahnya produktivitas modal dan lebih tingginya suku bunga di negara berkembang dibandingkan di negara maju.

Tingginya pangsa margin keuntungan mengindikasikan besarnya kebutuhan laba ditahan untuk pembiayaan modal tetap dan modal kerja. Hal itu juga menggambarkan pengaruh suku bunga terhadap harga jual melalui biaya bunga modal ekuitas.²⁶ Transmisi suku bunga ke harga dan inflasi melalui biaya bunga modal pinjaman dan bunga modal ekuitas ini dikenal sebagai jalur transmisi biaya bunga, yang indikasi keberadaan dan kekuatannya

bisa diketahui dari beberapa penelitian BI. Fenomena *price puzzle*, yang dinamai oleh Eichenbaum (1992) mengacu pada temuan korelasi positif antara kenaikan suku bunga jangka pendek dan tingkat harga dalam temuan anomali empiris pada penelitian Sim (1992), telah ditemukan untuk kasus Indonesia melalui riset BI mengenai transmisi kebijakan moneter via kredit bank (Agung, 2001).²⁷

2.1.4 Perilaku Pembentukan Ekspektasi Inflasi

Ekspektasi inflasi adalah salah satu jalur transmisi utama kerangka kerja *inflation targeting*. Keberhasilan *inflation targeting* semestinya tercermin dari inflasi aktual yang sesuai dengan target inflasi dan hubungan kuat antara inflasi yang diekspektasikan pelaku pasar barang dan jasa dengan realisasinya (inflasi aktual). Sejumlah riset mengenai ekspektasi inflasi menunjukkan bahwa perilaku ekspektasi sebagian besar masyarakat, khususnya pelaku pasar barang, masih bersifat lebih adaptif atau menengok ke belakang (*backward looking*) dengan mengacu pada inflasi terkini dan masa lalu. Sebagian besar pelaku ekonomi belum mengacu pada informasi inflasi ke depan (*forward looking*), khususnya sasaran inflasi Bank Indonesia

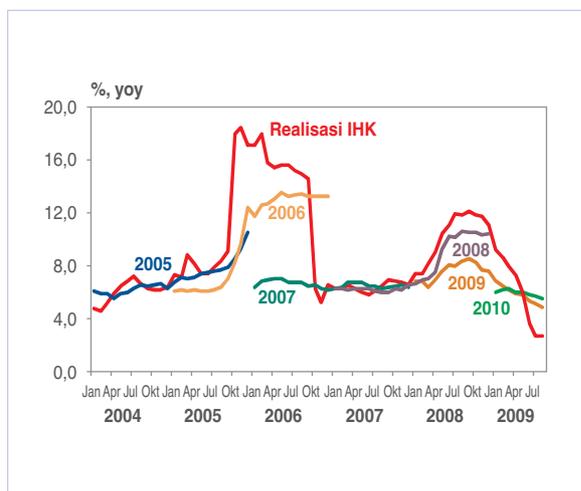


Sumber : Tabel Input Output 2005BPS, diolah

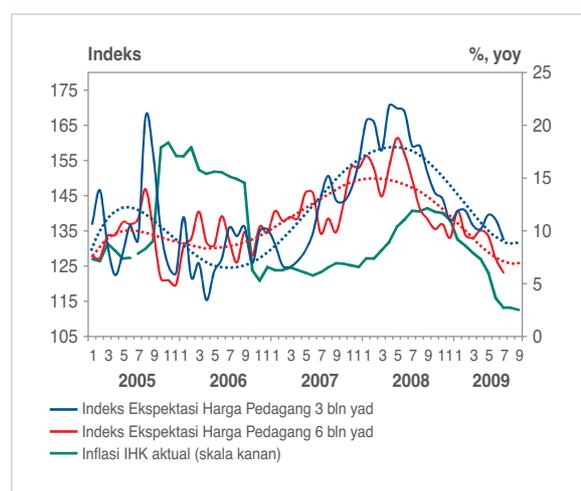
Grafik 2.16.
Struktur PDB Sisi Pendapatan

26 Keuntungan usaha dapat dinyatakan sebagai pengembalian modal ekuitas (return on equity) yang nilai idealnya melebihi biaya modal ekuitas. Dengan nilai ekuitas yang sama, kenaikan suku bunga yang menjadi acuan biaya modal, misalnya suku bunga deposito, akan meningkatkan tingkat pengembalian modal ekuitas dan margin keuntungan yang selanjutnya menaikkan harga jual barang produksi domestik.

27 Model proyeksi BI generasi awal jenis makroekonometrika skala kecil sudah menangkap lemahnya kemampuan kenaikan suku bunga SBI melakukan disinflasi (Majardi, 2004). Demikian juga model proyeksi jenis ekonometrika skala menengah terkini (SOFIE dan SSMX) menunjukkan kecilnya sensitivitas inflasi IHK terhadap kenaikan BI Rate. Kenaikan BI Rate 100 basis point (bps) pada SOFIE, dan SSMX diperkirakan hanya mampu menurunkan inflasi IHK, masing-masing, 2 dan 4 bps. Terbatasnya kemampuan kenaikan suku bunga melakukan disinflasi diperkirakan erat kaitannya dengan kuatnya efek pendapatan bunga terhadap konsumsi rumah tangga (terbatasnya efek suku bunga riil terhadap substitusi antara konsumsi dan tabungan rumah tangga) dan efek jalur transmisi biaya bunga modal terhadap harga, yang mencakup biaya bunga modal pinjaman dan biaya bunga modal ekuitas. Efek transmisi suku bunga melalui biaya bunga modal ekuitas disebut juga sebagai efek transmisi suku bunga melalui jalur profitabilitas produsen. Keberadaan jalur langsung biaya bunga dalam penetapan harga juga terindikasi dari survey mekanisme pembentukan (Darsono et al., 2002) yang mengetahui respons produsen manufaktur dan pedagang terhadap kenaikan suku bunga. Mayoritas responden survey tersebut merespons kenaikan suku bunga dengan menaikkan harga. Shiroth (2011) dalam kajian awalnya mengenai margin keuntungan perusahaan menemukan indikasi penurunan suku bunga turut mempengaruhi penurunan gross profit margin. Pada periode 2007-2010, penurunan suku bunga sebesar 50 bps diikuti penurunan gross profit margin sebesar 2,2%.



Grafik 2.17. Evolusi Ekspektasi Inflasi dan Realisasi Inflasi (Consensus Forecast)



Grafik 2.18. Ekspektasi Pedagang dan Realisasi Inflasi (SPE)

yang ditetapkan Pemerintah, dalam membentuk ekspektasi inflasi.

Masih cukup besarnya perilaku *backward looking* dalam pembentukan ekspektasi inflasi juga terindikasi pada berbagai survei baik yang bersifat metrik (menyatakan level ekspektasi inflasi) maupun non-metrik (hanya mengindikasikan arah ekspektasi inflasi). Survei ekspektasi inflasi mencakup berbagai responden baik di level konsumen (Survei Konsumen-BI), pedagang (Survei Penjualan Eceran-BI), perusahaan (Survei Kegiatan Dunia Usaha-BI) maupun para pakar atau ekonom (Survei Persepsi Pasar-BI dan *Consensus Forecast (CF)*). Secara umum, analisis grafis dan pengujian korelasi sederhana menyimpulkan bahwa ekspektasi inflasi hasil survei memiliki korelasi dengan inflasi aktual yang terjadi beserta lag-nya (CF dan SK).

Anwar & Chawwa (2008) menemukan korelasi yang tidak begitu kuat antara ekspektasi inflasi produsen dan pedagang, sebagai agen ekonomi yang paling banyak menentukan terbentuknya harga barang, dengan inflasi aktual yang mereka ekspektasikan. Korelasi terkuat, yaitu 0,59, terjadi antara ekspektasi inflasi pedagang, hasil Survey Pedagang Eceran (SPE), untuk 3 bulan ke depan dengan realisasi inflasi yang diekspektasikan

itu. Sementara itu korelasi inflasi dengan ekspektasi inflasi pedagang untuk 6 bulan ke depan lebih rendah (0,28). Hal ini mengindikasikan tidak terlalu kuatnya peranan ekspektasi inflasi pedagang sebagai determinan inflasi.²⁸ Sementara itu, korelasi antara ekspektasi harga jual produsen responden Survey Kegiatan Dunia Usaha (SKDU) dengan indeks harga yang diekspektasikan hanya 0,15. Selain itu ekspektasi inflasi dunia usaha cenderung bias ke atas. Hal ini terindikasi dari modus ekspektasi inflasi akhir tahun, yang selalu lebih tinggi dari realisasi inflasi, dengan pengecualian di akhir tahun 2005. Selanjutnya, korelasi terendah di pasar barang terjadi antara inflasi aktual dengan ekspektasi inflasi konsumen, yaitu 0,09.

Ekspektasi inflasi produsen masih didasarkan pada kenaikan harga jual yang dirasakan responden pada saat survey. Hal itu terindikasi dari hubungan antara inflasi yang diekspektasikan dengan inflasi aktualnya masih memiliki lag sekitar 1 triwulan meskipun hubungan itu semakin searah pada periode terkini. Perilaku *backward looking* ini lebih

²⁸ Pengujian regresi dengan melibatkan variabel makroekonomi lain juga memperlihatkan adanya daya penjelas dari ekspektasi inflasi 3 bulan ke depan terhadap proyeksi inflasi inti jangka sangat pendek yaitu 2-3 bulan (Bank Indonesia, 2008).

terlihat pada konsumen. Sebagai pelaku pasar barang, yang peranannya lebih kecil dalam pembentukan harga di pasar barang dibandingkan produsen dan pedagang, perilaku ekspektasi mereka terindikasi sangat dipengaruhi isu ekonomi yang berkembang ketika survey dilakukan. Contohnya adalah perkembangan inflasi yang dipicu gangguan penawaran makanan dan informasi rencana kenaikan harga *administered*. Kejutan inflasi *volatile food* berdampak pada ekspektasi inflasi dengan pengaruh temporer. Pengaruh lebih kuat dan permanen terjadi bila ada kejutan harga *administered*.²⁹

Ekspektasi inflasi harga konsumen oleh pelaku pasar keuangan biasanya dapat diprediksi dari pergerakan *yield* surat berharga jangka panjang. Misalnya, kenaikan *yield* dapat menjadi indikasi meningkatnya ekspektasi inflasi investor obligasi karena ekspektasi inflasi merupakan komponen pembentuk *yield*. Namun, pergerakan *yield* surat utang Negara (SUN) selama ini tidak selalu mencerminkan ekspektasi inflasi “tersirat” (*implied expected inflation*) yang searah dan kuat hubungannya dengan realisasi inflasi yang seharusnya diekspektasikan.³⁰ Temuan Anwar & Chawwa (2008) ini mengindikasikan bahwa penentuan *yield* obligasi banyak ditentukan oleh faktor-faktor lainnya seperti risiko dan persepsi suku bunga.

Ekspektasi inflasi dapat juga diperoleh dari Consensus Forecast (CF) yang merupakan hasil proyeksi inflasi lembaga riset dan lembaga keuangan (*professional forecaster*).³¹ Adanya unsur perilaku

adaptif ekspektasi inflasi tersebut juga terlihat pada evolusi ekspektasi inflasi CF, dimana ekspektasi inflasi bergerak searah dengan realisasi inflasi pada periode yang sama.³² Namun, Tjahjono, et al. (2010) menilai CF paling akurat memprediksi inflasi pada horizon tertentu. Di antara ukuran ekspektasi inflasi dengan horizon prediksi 2 triwulan, hanya Consensus Forecast yang menghasilkan informasi arah yang penting terkait inflasi 2 triwulan ke depan.³³ Sementara itu, korelasi antara inflasi aktual dengan inflasi yang diekspektasikan para ekonom, pengamat/peneliti ekonomi, analis pasar uang/modal serta akademisi melalui Survei Persepsi Pasar (SPP) tidak bisa diketahui pasti karena ekspektasi inflasi dinyatakan dalam kisaran.

2.1.5 Imported Inflation dan Pass-through Nilai Tukar

Struktur perekonomian Indonesia diwarnai ketergantungan tinggi pada bahan baku impor. Rasio

Tabel 2.4.
Pangsa Input Sektor Industri Pengolahan

No	Subsektor	Input (%)	
		Domestik	Impor
1	Makanan, minuman dan tembakau	93,5	6,5
2	Tekstil barang kulit dan alas kaki	79,8	20,2
3	Barang kayu dan hasil hutan lainnya	88,8	11,2
4	Kertas dan barang cetakan	77,2	22,8
5	Kimia dan barang dari karet	65,0	35,0
6	Semen & barang galian bukan logam	83,5	16,5
7	Logam dasar besi dan baja	62,8	37,2
8	Alat angkutan, mesin & peralatannya	60,3	39,7
9	Barang lainnya	85,0	15,0
Total		76,4	23,6

Sumber : Tabel IO BPS 2005

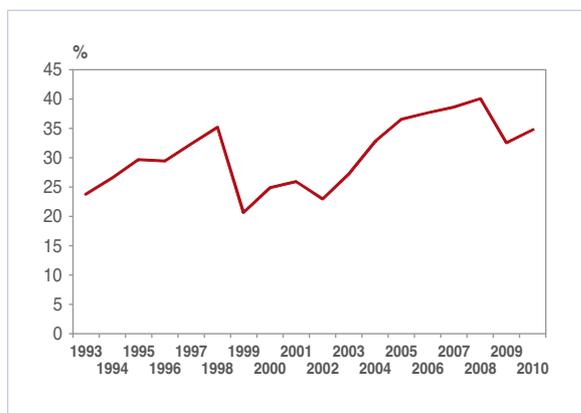
29 Karakteristik ekspektasi tersebut terindikasi dari penelitian Tim Inflasi dan Tim Review dan Rekomendasi Kebijakan BKM April 2007 dengan metode SVAR.

30 Pergerakan SUN 1 dan 2 tahun ke depan belum dapat menggambarkan inflasi aktual 1 dan 2 tahun ke depan. Sepanjang tahun 2005 arah pergerakan inflasi dan *yield* justru berlawanan. Ketika inflasi aktual mulai bergerak turun sejak Februari hingga November 2005, *yield* SUN justru semakin meningkat. Ketika inflasi 2 tahun ke depan cenderung stabil hampir di semua periode *yield* SUN 2 tahun justru berfluktuasi.

31 Forecaster yang disurvei adalah 10 lembaga riset dan lembaga keuangan yaitu : Macquarie Bank, Economic Intelligence Unit, Morgan Stanley Asia, Bahana Securities, Danareksa Securities, CIMB Securities, Citigroup, Global Insight, ING, Nomura, HSBC Economics, dan Goldman Sachs Asia. Consensus Forecast digunakan oleh sejumlah perusahaan besar sebagai dasar asumsi inflasi periode mendatang yang diperlukan untuk keputusan bisnis, seperti penetapan harga dan upah dan rencana investasi.

32 Sebagai contoh, ekspektasi inflasi untuk tahun 2009 adalah sebesar 6,8% pada Januari 2007 dan selanjutnya bergerak mengikuti realisasi inflasi hingga sempat meningkat di pertengahan 2008. Seiring dengan penurunan kembali laju inflasi, ekspektasi inflasi tahun 2009 tersebut kembali turun dan berada di sekitar 5% pada pertengahan 2009. Selain itu, sifat backward-looking juga ditunjukkan melalui pengamatan empiris yang menyimpulkan bahwa rata-rata inflasi aktual 6 bulan terakhir memiliki daya penjelasa terhadap ekspektasi inflasi dari CF (Bank Indonesia, 2008).

33 Menggunakan analisis VAR, Tjahjono, et al. (2010) menguji dan membandingkan seluruh survei yang melaporkan angka ekspektasi inflasi (dalam persen perubahan ekspektasi harga).

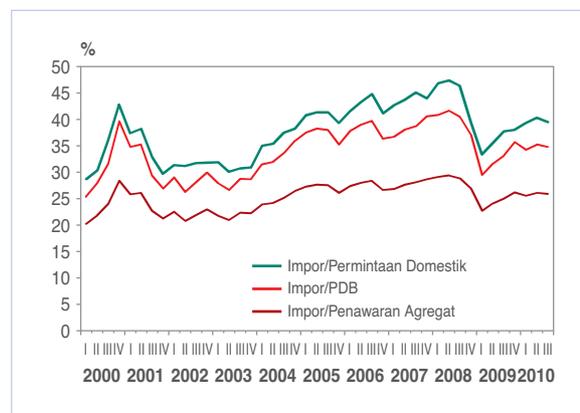


Grafik 2.19.
Penetrasi Impor

impor terhadap PDB meningkat cepat selama pasca krisis, kecuali ketika krisis 2008. Permintaan domestik semakin banyak dipenuhi dari impor. Peranan impor sebagai sumber penawaran dari eksternal semakin besar (Grafik 2.19). Menurut Tabel Input Output 2005, pangsa input impor pada sektor industri pengolahan mencapai sekitar 24%.

Kandungan impor yang tinggi dan semakin besar membawa keuntungan sekaligus risiko kerugian bagi inflasi IHK. Ketika inflasi global rendah kandungan impor yang tinggi membantu memitigasi tekanan inflasi domestik yang sedang kuat, misalnya karena nilai tukar yang melemah atau terjadi lonjakan inflasi *harga administered* karena kebijakan pemerintah. Tetapi sebaliknya, tingginya kandungan impor menambah tekanan inflasi domestik dan inflasi IHK ketika inflasi luar negeri sedang meninggi atau ada kenaikan harga komoditas internasional.

Perkembangan harga komoditas dunia dipengaruhi oleh peningkatan permintaan global, keterbatasan produksi bahan pangan global, atau suku bunga riil yang rendah. Permintaan dan penawaran komoditas global antara lain dipengaruhi pertumbuhan ekonomi dunia, termasuk pertumbuhan di negara-negara pasar berkembang seperti China dan India, yang dipicu oleh pertumbuhan populasi kelas menengah, meningkatnya penggunaan *biofuels* di negara-



Grafik 2.20.
Penetrasi Impor Pasca Krisis Nilai Tukar

negara maju, dan pertumbuhan kapasitas produksi komoditas dunia yang terbatas. Selain itu suku bunga riil yang rendah juga dapat memberi tekanan harga komoditas yang dapat disimpan (*storable commodities*) melalui jalur permintaan dan biaya inventori. Menurut Frankel (2008) suku bunga riil yang rendah menaikkan permintaan akan *storable commodities*, atau menurunkan pasokannya, melalui tiga jalur transmisi. Pertama, suku bunga riil yang rendah (apakah karena pemotongan suku bunga nominal, kenaikan ekspektasi inflasi, atau keduanya), mengurangi insentif untuk melakukan ekstraksi komoditas (misalnya pemompaan minyak, penggalian emas dan penebangan hutan) pada periode saat ini ketimbang periode mendatang. Kedua, suku bunga riil yang rendah meningkatkan keinginan perusahaan untuk memupuk persediaan komoditas karena *opportunity cost* memelihara persediaan menjadi lebih murah. Ketiga, suku bunga riil yang rendah mengurangi minat spekulator beralih dari kontrak spot komoditas ke pasar obligasi³⁴.

³⁴ Respons kebijakan moneter terhadap inflasi harga komoditas global ditentukan oleh penyebab inflasi. Tingginya harga komoditas global tersebut yang lebih dipicu oleh tekanan permintaan membutuhkan respons kebijakan oleh semua negara. IMF (2011) memberi panduan respons kebijakan terhadap kejutan harga makanan. Untuk ekonomi dengan bank sentral yang berkredibilitas masih rendah dan memiliki pangsa komoditas yang tinggi makanan dalam konsumsi, suatu kejutan harga pangan akan menimbulkan efek putaran kedua yang lebih besar dan membutuhkan respons kebijakan moneter yang lebih agresif, jika tekanan permintaan sedang tinggi dan inflasi berada di atas targetnya.

Pass-through nilai tukar ke harga domestik dan harga konsumen dipengaruhi oleh tingkat kekakuan harga dan upah, tingkat ketergantungan pada barang impor dan kebijakan moneter (Hutabarat, 2011). *Pass-through* perubahan nilai tukar ke harga impor dalam jangka pendek lebih kuat dibandingkan ke harga domestik. Ini terjadi karena harga barang produksi domestik lebih kaku untuk berubah dibandingkan harga bahan baku impornya. Akibatnya, efek perubahan nilai tukar yang kuat ke harga barang impor, ketika diteruskan ke harga domestik, teredam oleh persentasi biaya bahan baku impor dalam biaya produksi barang domestik, yang lebih kecil dibandingkan porsi barang impor dalam struktur biaya importir. Selain itu frekuensi kenaikan upah, yang tidak sesering kenaikan harga barang produksi domestik dan harga impor, turut meredam *pass-through* nilai tukar ke harga domestik. Selanjutnya, *pass-through* perubahan nilai tukar ke harga konsumen dalam jangka pendek semakin berkurang tergantung seberapa besar porsi barang jadi impor dalam keranjang IHK. Itulah sebabnya *pass-through* depresiasi nilai tukar ke IHK jauh lebih kecil dibandingkan *pass-through* ke harga rupiah barang impor.

Dalam hal nilai tukar terapresiasi, *pass-through* apresiasi ke IHK lebih kecil dibandingkan *pass-through* depresiasi. Ini disebabkan perilaku penetapan harga rupiah barang impor dan harga barang produksi domestik yang lebih kaku untuk turun daripada naik (*downward price rigidity*). Majardi dan Hartawan (2003) menemukan adanya fenomena efek asimetri atas perubahan harga impor terhadap inflasi di Indonesia yang kemudian dikonfirmasi oleh Kurniati, et al. (2009). Dalam jangka pendek terindikasi adanya asimetri, dimana kenaikan harga impor pada saat terjadi depresiasi nilai tukar lebih besar dibanding pada saat terjadi apresiasi nilai tukar. Efek asimetris ini terjadi khususnya pada komoditas yang pasarnya cenderung terkonsentrasi dan memiliki sedikit substitusi, seperti

semen dan terigu. Perusahaan memiliki kemampuan yang cukup besar dalam penentuan harga jual sehingga enggan mengurangi margin keuntungan pada saat terjadi depresiasi dengan menaikkan harga dan menikmati tambahan keuntungan pada saat terjadi apresiasi dengan menahan penurunan harga jual. Efek asimetri juga terjadi pada transmisi dampak perubahan harga impor terhadap harga jual (*second stage pass-through*). Pengaruh kenaikan harga impor yang didorong oleh depresiasi nilai tukar kepada harga jual di tingkat konsumen lebih besar dibanding pada saat terjadi penurunan harga impor. Bahkan penurunan harga yang terjadi pada saat harga impor turun tidak signifikan secara statistik.³⁵

Ekspor cenderung kalah sensitif dari impor dalam merespons penguatan nilai tukar Rupiah. Penyebabnya, produksi manufaktur, termasuk produksi komoditas ekspor, cukup banyak menggunakan bahan baku dan antara impor. Dari 17 kelompok industri pengolahan pada Tabel Input Output 2005, tujuh kelompok membutuhkan input impor diatas 30%. Hanya empat kelompok industri yang berkeandungan impor di bawah 10% (Hutabarat & Hadiyan, 2010). Akibatnya, dampak apresiasi nilai tukar relatif minimal terhadap perlambatan ekspor industri berkeandungan impor tinggi. Penguatan rupiah lebih merugikan kelompok produsen manufaktur berkeandungan impor rendah. Namun kelompok ini umumnya berbasis sumber daya alam. Dampak penguatan rupiah terhadap penurunan daya saing mereka pun sedikit banyak terbantu ketika harga komoditas dunia sedang tinggi. Kelompok produsen manufaktur yang paling dirugikan adalah yang tidak terlalu banyak menggunakan input impor.

Rupiah yang menguat dapat mendorong pertumbuhan ekonomi melalui perilaku produsen dan pedagang merespons biaya input impor yang lebih murah. Produsen manufaktur cenderung hanya meneruskan sebagian penghematan biaya input

³⁵ Fenomena ini sejalan dengan hasil temuan Darsono, et al. (2002) yang kemudian diperkuat oleh hasil survei Depari, et al. (2009).

impor ke harga. Tak sebanyak dan secepat menaikkan harga ketika nilai tukar melemah. Berdasarkan survey Bank Indonesia, ketika nilai tukar rupiah menguat sejumlah produsen mengalihkan sebagian penghematan biaya pengadaan impor dalam beberapa cara. Ada yang menaikkan biaya lainnya seperti biaya promosi, sehingga mendorong pertumbuhan kegiatan produksi jasa. Bisa juga dengan membiarkan marjin laba meningkat, misalnya untuk menambah laba ditahan atau memperbesar dividen. Meningkatnya laba ditahan mendukung pertumbuhan investasi, sedangkan kenaikan dividen menambah daya konsumsi pengusaha. Karakteristik dan struktur produksi dan ekspor di atas mengindikasikan bahwa nilai tukar yang menguat selain mengurangi inflasi harga barang impor juga bersifat *expansionary*, yaitu meningkatkan pertumbuhan konsumsi dan output.³⁶

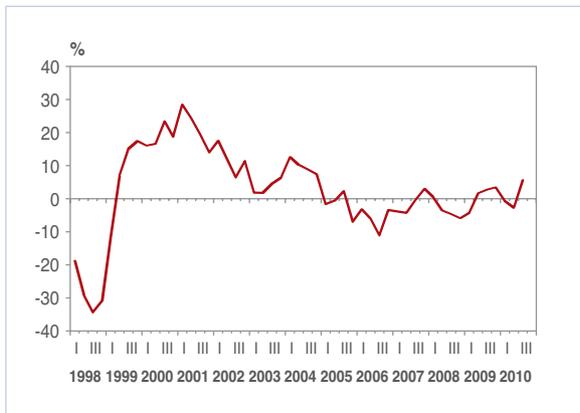
Pass-through nilai tukar ke inflasi harga konsumen berkurang selama periode pasca krisis 1997. Fenomena ini ditemukan oleh, antara lain, Kurniati (2008). Menurut penelitian ini, koefisien *pass-through* nilai tukar ke inflasi konsumen berkurang dari 0,1 pada periode sebelum krisis menjadi 0,06 pada periode pasca krisis. Hal ini mencerminkan semakin berkurangnya respons inflasi harga konsumen terhadap perubahan nilai tukar. Menurutnya, lambatnya penyesuaian harga konsumen terhadap kejutan nilai tukar pada kurun waktu pasca krisis kemungkinan terjadi karena pengaruh volatilitas nilai tukar yang meningkat. Hal itu membuat importir kemungkinan cenderung melihat perubahan nilai tukar bersifat temporer sehingga tidak mengubah harga terlalu sering. Untuk itu mereka menerapkan suatu “pita bayangan” (*shadow band*) nilai tukar dalam perilaku penetapan harga jual produk mereka.

³⁶ Efek perubahan nilai tukar terhadap inflasi dan output sejalan dengan hasil simulasi kejutan depresiasi nilai tukar pada Hutabarat (2007) yang menyimpulkan bahwa depresiasi berdampak *contractionary* terhadap pertumbuhan ekonomi. Simulasi tersebut menggunakan model keseimbangan dinamis multi pasar yang perilakunya ditentukan antara lain oleh parameter simetris yang terkait struktur impor dan ekspor. Parameter-parameter dimaksud meliputi persentase kandungan bahan baku dan barang modal dalam struktur produksi dan investasi, rasio barang konsumsi impor dalam total konsumsi rumah tangga, dan rasio ekspor terhadap PDB.

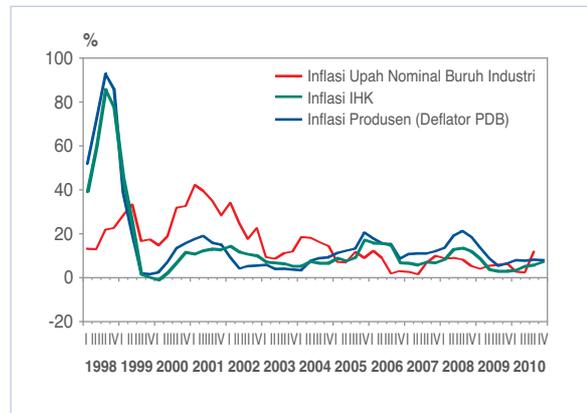
Penerapan pita nilai tukar ini tertangkap melalui survey mekanisme pembentukan harga manufaktur dan pedagang tahun 2002 dan 2009. Survey menemukan tidak setiap perubahan nilai tukar secara serta merta direspons oleh produsen, distributor maupun pengecer. **Respons perubahan harga dilakukan jika perubahan nilai tukar yang terjadi telah melebihi batas toleransi (*threshold*) tertentu.** Pada survei tahun 2001, *threshold* perubahan nilai tukar yang akan direspons dengan perubahan harga sekitar \pm Rp500 per dolar AS. Namun, survei pada tahun 2009 menunjukkan bahwa *threshold* tersebut telah meningkat menjadi sekitar \pm Rp1000 per dollardollar AS. Hal ini mengindikasikan bahwa produsen, distributor dan pengecer tidak melakukan respons terhadap kejutan nilai tukar dalam jangka pendek. Respons baru dilakukan jika perubahan nilai tukar telah bersifat fundamental karena telah melebihi Rp1000 per dollar AS. Perilaku ini mengindikasikan bahwa ekspektasi perubahan nilai tukar telah diperhitungkan melalui *mark-up* harga di awal siklus periode penetapan harga. Akibatnya harga barang impor semakin kaku untuk mengalami perubahan. Perilaku seperti ini diperkirakan tidak terjadi sebelum krisis. Di bawah rejim nilai tukar mengambang terkendali (*managed-floating exchange rate regime*) dengan depresiasi, nilai tukar rata-rata sekitar 5 persen membuat pelaku ekonomi memiliki kepastian yang lebih tinggi akan pergerakan nilai tukar sehingga dapat menyesuaikan harga lebih periodik mengikuti terjadinya perubahan nilai tukar.

Melemahnya *pass-through* juga dipengaruhi nilai tukar yang mengalami apresiasi pada pasca krisis, sementara sebelum krisis nilai tukar selalu mengalami depresiasi. Respons inflasi terhadap depresiasi nilai tukar direduksi oleh pergerakan inflasi yang berkurang karena apresiasi sehingga pengujian *pass-through* melalui periode tersebut menghasilkan koefisien *pass-through* nilai tukar yang lebih kecil.³⁷

³⁷ Melemahnya *pass-through* nilai tukar ke inflasi barang domestik dapat juga terjadi jika pangsa biaya bahan baku impor dalam struktur biaya berkurang karena meningkatnya porsi biaya-biaya lainnya, misalnya biaya *overhead*.



Grafik 2.21.
Upah Riil Buruh Industri



Grafik 2.22.
Upah Nominal Buruh Industri

Faktor lain penyebab berkurangnya *pass-through* nilai tukar biasanya dikaitkan dengan kondisi inflasi yang semakin rendah dengan persistensi inflasi yang berkurang. Faktor ini dapat dihipotesiskan sebagai dampak positif kebijakan moneter bersasaran inflasi terhadap penjangkaran ekspektasi inflasi masyarakat pada target inflasi BI.

2.1.6 Kebijakan Pemerintah di Bidang Harga

Kebijakan pemerintah yang berpengaruh terhadap harga jual barang dan jasa dapat dikelompokkan atas jenis (Prastowo et al., 2010). *Pertama*, kebijakan *administered prices* seperti harga bahan bakar minyak (BBM), tarif dasar listrik (TDL), harga telepon dan air bersih, yang berpengaruh terhadap biaya produksi maupun distribusi barang. Dari berbagai kebijakan *administered prices* tersebut, dampak kenaikan harga BBM dirasakan paling signifikan karena berpengaruh terhadap seluruh sektor dan terjadi lebih dari satu putaran. Kenaikan harga BBM juga berdampak pada biaya produksi listrik yang selanjutnya akan mendesak peningkatan TDL. Hal itu disebabkan banyaknya penggunaan Pembangkit Listrik Tenaga Diesel (PLTD) yang berbahan bakar solar. Kenaikan harga BBM secara langsung akan meningkatkan biaya transportasi dan menaikkan biaya distribusi barang sehingga

mendorong peningkatan harga barang. Dampak dari peningkatan biaya produksi dan transportasi tersebut (*first round effect*) selanjutnya akan mendorong kenaikan harga kebutuhan pokok. Peningkatan harga menjadi lebih besar ketika setiap rantai distribusi barang mencoba mempertahankan margin keuntungannya dengan menaikkan harga untuk mencukupi biaya peningkatan kebutuhan pokok tersebut (*second round effect*).³⁸

Kedua, kebijakan tarif cukai (pajak) untuk beberapa komoditas domestik, seperti produk rokok dan produk audio-video. Kebijakan tarif juga dapat dikenakan kepada komoditas yang diimpor dari luar negeri melalui penetapan bea masuk dan pajak impor. Produsen maupun importir akan meneruskan biaya cukai tersebut, baik sebagian maupun keseluruhan, kepada konsumen sehingga peningkatan tarif cukai akan menaikkan harga jual komoditas tersebut.

³⁸ Besaran dampak aktual kenaikan harga BBM terhadap inflasi sebenarnya sulit dihitung, khususnya untuk dampak putaran kedua (*second round effect*). Dengan menggunakan pendekatan model Input-Output (I-O), Yanuarti (2004) menghitung dampak total perubahan harga BBM terhadap inflasi. Hasil estimasinya, kenaikan 1% harga BBM menaikkan inflasi IHC 0,07%, yang terdiri atas dampak putaran pertama 0,02% dan dampak putaran kedua 0,05%. Hasil estimasi ini mengindikasikan bahwa dampak putaran kedua kenaikan harga BBM sekitar 2,5 kali lipat dari dampak putaran pertama. Sementara hasil estimasi dengan menggunakan model ekonometri menunjukkan bahwa kenaikan harga BBM dengan persentase yang sama diperkirakan menaikkan inflasi IHC 0,56%. Pendekatan model Input-Output dinilai lebih representatif karena memperhitungkan interaksi seluruh sektor perekonomian pengguna BBM, sementara pendekatan model ekonometri masih mengandung kelemahan dalam memprediksi dampak tidak langsungnya.

Ketiga, kebijakan penetapan harga eceran tertinggi (HET) terutama untuk produk farmasi atau obat-obatan. Penetapan HET membatasi ruang gerak produsen dan pedagang untuk menaikkan harga walaupun mereka mempunyai kekuatan untuk melakukan hal tersebut mengingat struktur pasar yang tidak sempurna.

2.2 Desain Sasaran Inflasi

Sebagai sasaran akhir dari kebijakan moneter, perumusan sasaran inflasi bank sentral merupakan hal yang sangat krusial. Terdapat beberapa karakteristik yang perlu dipenuhi dalam penetapan sasaran inflasi.

- *Pertama*, sasaran inflasi harus dapat dijadikan sebagai jangkar ekspektasi. Untuk itu, sasaran ini harus mudah dimengerti oleh agen-agen ekonomi dan harus memberikan sinyal komitmen bank sentral untuk pencapaian inflasi yang rendah dalam jangka menengah.
- *Kedua*, sasaran inflasi harus dapat memberikan *benchmark* akuntabilitas bank sentral. Sasaran ini harus didasarkan pada suatu indeks yang tersedia tepat waktu, periodisasi publikasinya relatif cepat, dan tidak banyak direvisi. Sasaran ini juga sebaiknya tidak didasarkan pada angka yang dapat dimanipulasi bank sentral.
- *Ketiga*, sasaran inflasi harus konsisten dengan tujuan bank sentral. Desain sasaran harus merefleksikan tujuan bank sentral, yaitu mencapai dan menjaga kestabilan harga dengan tanpa menimbulkan volatilitas output yang berlebihan.

Terdapat beberapa aspek terkait sasaran inflasi yang perlu dirumuskan, antara lain pemilihan indeks harga yang digunakan sebagai sasaran, level sasaran, periode waktu perhitungan inflasi, panjang horizon sasaran, bentuk sasaran, dan penyesuaian sasaran inflasi. Masing-masing aspek tersebut akan dibahas secara detil di bawah ini.

2.2.1 Indeks Harga yang Dijadikan Sasaran

Terdapat beberapa alternatif indeks harga yang dapat digunakan sebagai sasaran inflasi, yaitu Deflator PDB, *Producer Price Index* (PPI), *Wholesale Price Index* (WPI), *Consumer Price Index* (CPI), dan *Core inflation index*. Masing-masing alternatif indeks memiliki kelebihan dan kekurangan.

Deflator PDB memiliki cakupan yang paling luas, namun memiliki beberapa kelemahan. Jika nilai ekspor sangat berbeda dari nilai permintaan domestik, maka pergerakan nilai tukar perdagangan (*term of trade*) akan menyebabkan pergerakan deflator PDB tidak selaras (*divergence*) dengan kenaikan harga yang dirasakan oleh rumah tangga. Hal inilah yang menyebabkan publik tidak dapat menerima deflator PDB sebagai ukuran harga umum. Selain itu, publikasi deflator ini memiliki lag yang cukup panjang, frekuensi publikasinya relatif rendah dan sering direvisi.

Dibandingkan dengan deflator PDB, data PPI dan WPI tersedia lebih cepat. Namun demikian, cakupannya lebih terbatas mengingat kedua indeks tersebut tidak mengikutsertakan harga-harga pada sektor jasa.

Inflasi Indeks Harga Konsumen (IHK) atau inflasi *headline* mempunyai banyak keunggulan dibandingkan dengan indikator lainnya. Indeks ini memiliki relevansi yang paling luas karena berhubungan langsung dengan barang-barang yang dikonsumsi oleh masyarakat dan paling banyak digunakan publik sebagai ukuran harga. Selain tersedia relatif cepat, inflasi *headline* ini jarang direvisi.

Inflasi IHK inti atau *core inflation* sering digunakan bank sentral untuk melihat perkembangan harga yang lebih persisten. Pada umumnya bank sentral menggunakan *core inflation* ini untuk menghilangkan dampak dari pergerakan harga beberapa komoditas yang tidak relevan dengan trend harga secara umum. Misalnya, kelompok bahan makanan (*volatile food*) yang

pergerakan harganya sangat fluktuatif sering memberikan informasi yang *misleading* pada tujuan kestabilan harga dan kelompok barang yang harganya diatur oleh pemerintah (*administered prices*) yang pergerakan harganya di luar kendali bank sentral.

Terdapat beberapa pendekatan perhitungan *core inflation*, misalnya *exclusion*, *trim-mean*, *trim-median*, *moving average*, dan *exponentially smoothed versions of aggregate inflation*. Dibandingkan dengan metode lainnya, metode *exclusion* lebih banyak digunakan mengingat kesederhanaan dalam perhitungan dan kemudahan untuk dimengerti oleh masyarakat.

Meskipun *core inflation* secara rutin dihitung, dilaporkan, dan digunakan sebagai dasar pengambilan kebijakan dan komunikasi, namun jenis inflasi ini lebih jarang digunakan sebagai *official target* dari bank sentral. Aspek kredibilitas menjadi pertimbangan utama mengapa bank sentral lebih banyak memilih *headline inflation* dibandingkan dengan *core inflation* sebagai tujuan kebijakan moneter. Perhitungan *core inflation* yang dilakukan oleh bank sentral, bukan lembaga statistik resmi, dapat menurunkan tingkat kepercayaan publik.

Perubahan sasaran inflasi dari *core inflation* ke *headline inflation* pernah terjadi pada beberapa negara seperti Australia, New Zealand, South Africa, dan UK dimana sasaran inflasinya yang semula IHK di luar biaya bunga *mortgage* diubah menjadi IHK. Contoh lainnya adalah Czech Republic pada tahun 2003 yang merubah sasaran inflasinya dari *net inflation*, yaitu IHK minus *administered prices* menjadi *headline inflation*.

Untuk kasus Indonesia, penetapan sasaran inflasi dengan menggunakan IHK dirasakan masih relevan mengingat inflasi jenis ini yang sebenarnya dirasakan oleh masyarakat luas. Dengan demikian penggunaan IHK sebagai sasaran ini akan menjaga kredibilitas bank sentral. Selain itu, pelaku usaha dan masyarakat Indonesia menggunakan inflasi total sebagai *nominal anchor* mereka, bukan inflasi inti.

Namun demikian, penetapan sasaran inflasi tetap perlu harus dirinci atas inflasi inti, *volatile food*, dan *administered prices*. Rincian ini diperlukan dalam rangka akuntabilitas untuk menjelaskan kepada masyarakat sejauh mana keberhasilan Bank Indonesia dalam mengendalikan inflasi inti. Dengan demikian, IKU pencapaian sasaran inflasi sebaiknya didasarkan pada pencapaian inflasi inti.

2.2.2 Level Sasaran Inflasi

Meskipun secara definisi sasaran bank sentral yang menganut ITF adalah kestabilan harga (*price stability*) yang berarti level harga stabil atau inflasi sama dengan nol persen, namun dalam implementasinya hampir semua bank sentral tidak menargetkan inflasi nol persen. Sasaran inflasi di negara-negara maju pada umumnya sedikit di atas nol persen, yaitu antara 1%-3%, sementara di negara-negara *emerging economies* lebih bervariasi, namun masih satu digit.

Terdapat beberapa pertimbangan yang mendasari penetapan sasaran inflasi di atas nol persen, yaitu:

- *Pertama*, metode yang biasa digunakan untuk mengukur indeks harga (Laspeyer index) mengandung bias ke atas (*over estimated*). Selain itu, terdapat bias karena adanya barang substitusi, barang baru, outlet baru, dan kualitas baru dalam cakupan barang-barang yang dihitung, misalnya telepon genggam, komputer, dan barang elektronik lainnya. Boskin et al. (1996) melaporkan bahwa di US terdapat bias IHK sebesar 1,1% setiap tahunnya. Sementara bias yang terjadi di Canada dan UK adalah sekitar 1% (Crawford, 1994; Cunningham, 1996). Untuk kasus di Indonesia, Trisnanto et al. (2003) mengidentifikasi adanya bias pengukuran inflasi IHK sebesar 0.47% – 1.26%.
- *Kedua*, jika bank sentral menargetkan inflasinya nol persen, maka sebenarnya yang terjadi adalah bank sentral menginginkan deflasi. Jika publik

berekspektasi bahwa harga ke depan akan turun, maka tidak ada insentif bagi mereka untuk memproduksi. Dengan demikian, secara agregat perekonomian akan mengalami depresi. Hal ini tentunya tidak diinginkan bank sentral mengingat adanya kekakuan pada harga dan upah nominal. Arkelof, Dickens, dan Perry (1996) menunjukkan bahwa pergeseran inflasi dari 3% ke 0% (*price stability*) akan menaikkan pengangguran sekitar 2,1%. Inflasi sebenarnya diperlukan sebagai pelumas bagi mesin perekonomian.

- *Ketiga*, dengan menargetkan inflasi di atas nol persen, maka perubahan harga dan upah relative akan diakomodasi mengingat adanya kekakuan nominal. Selain itu, hal ini akan mengurangi risiko terjadinya deflasi dan kemungkinan suku bunga nominal mendekati nol persen yang dapat menyebabkan ketidakefektifan transmisi kebijakan moneter.

Di sisi lain, sasaran inflasi juga tidak boleh terlalu tinggi karena dapat melemahkan kredibilitas bank sentral dalam memerangi inflasi. Sasaran yang tinggi dapat mengakibatkan ekspektasi inflasi yang masih tinggi dan komitmen bank sentral dan Pemerintah dipertanyakan.

Perlu dicari berapa level inflasi yang pas untuk dijadikan sasaran sehingga di satu sisi ekspektasi masyarakat atas inflasi yang rendah terbentuk, dan di sisi lain kredibilitas bank sentral juga terbentuk atau terjaga. Penentuan sasaran inflasi yang terlalu ambisius yang menimbulkan risiko tidak tercapainya sasaran justru akan berakibat pada penurunan kredibilitas bank sentral. Dalam menentukan *disinflation path*, bank sentral harus dapat mengestimasi *sacrifice ratio* sehingga dapat diketahui seberapa besar *output loss* yang terjadi akibat menurunnya inflasi.

Terkait dengan level inflasi yang tidak membahayakan perekonomian, beberapa studi menemukan bahwa inflasi antara 1% sampai dengan 8% aman bagi perekonomian.³⁹ Barro (1995)

melakukan studi *cross-section* pada lebih dari 100 negara berkesimpulan bahwa hubungan antara inflasi dan output tidak kuat pada saat inflasi di bawah 10%. Begitu pula dengan Sarel (1996) yang berargumen bahwa inflasi di bawah 8% tidak mengganggu perekonomian. Di atas *threshold* tersebut, hubungan antara inflasi dan output menjadi negatif.

Di Indonesia, sasaran inflasi akan ditetapkan menurun secara perlahan (*gradual*) untuk menghindari biaya sosial yang besar. Hal ini mengingat dalam jangka pendek terdapat *trade-off* antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Path penurunan inflasi disusun dengan memperhatikan besarnya *sacrifice ratio*.⁴⁰

2.2.3 Periode Waktu Penghitungan Inflasi

Terdapat beberapa alternatif perhitungan inflasi berdasarkan periodisasi waktunya. Data inflasi yang dipublikasikan secara bulanan dapat disajikan secara *month-to-month* (mtm) atau *year-on-year* (yoy).⁴¹ Pergerakan inflasi mtm cenderung *volatile* sehingga tidak bisa menangkap trend kenaikan harga atau sulit menangkap titik balik utama (*major turning points*) dari data harga. Sementara itu, inflasi yoy pergerakannya lebih *smooth* sehingga dapat lebih mencerminkan trend kenaikan harga selama 1 tahun.

Terdapat pula pengukuran berdasarkan rata-rata inflasi saat ini dengan inflasi beberapa periode sebelumnya. Namun demikian, pengukuran ini belum umum dipahami mengingat yang menghitung adalah bank sentral, bukan lembaga resmi statistik. Selain itu, perhitungan dengan rata-rata ini akan menyebabkan perkembangan harga saat ini lebih lama ditangkap sehingga dapat menyebabkan

39 Untuk review mengenai theory dan bukti empiris mengenai hubungan level inflasi dan biaya yang timbul lihat Brook, Karegedikli, dan Scrimgeour (2002).

40 Yang dimaksud *sacrifice ratio* adalah besarnya penurunan output untuk setiap 1% penurunan inflasi.

41 Inflasi mtm dihitung dengan membandingkan indeks harga bulan ini dengan indeks harga 1 bulan sebelumnya. Inflasi yoy dihitung dengan membandingkan indeks harga bulan ini dengan indeks harga 12 bulan sebelumnya.

respons kebijakan yang terlambat dan memperlemah akuntabilitas kebijakan.

Mengingat kelebihan pengukuran inflasi yoy dibandingkan mtm, sebagian besar bank sentral memilih untuk menetapkan sasaran inflasi dalam ukuran yoy. Penetapan sasaran inflasi di Indonesia juga dipilih metode yoy pada akhir tahun kalender.

2.2.4 Panjang Horizon Sasaran Inflasi

Pada dasarnya kebijakan moneter mengandung efek tunda (*lag*). Panjang *lag* sangat dipengaruhi oleh seberapa cepat bank sentral merespon perubahan yang terjadi dengan mengambil kebijakan (*internal lag*) dan seberapa cepat kebijakan tersebut mempengaruhi hasil yang ingin dicapai, yaitu PDB dan inflasi (*eksternal lag*). Dampak akhir ini tidak hanya panjang, namun juga penuh ketidakpastian. Sebenarnya hal ini sudah lama didengungkan oleh Keynes (1923) “... *if we wait until a price movement is actually afoot before applying remedial measures, we may be too late*”. Untuk itu, kebijakan moneter yang diambil saat ini adalah untuk mengantisipasi perubahan perilaku inflasi (dan PDB) di masa mendatang. Adapun sebagian besar *lag* kebijakan moneter di negara-negara ITF adalah berkisar antara 1-2 tahun.

Terdapat perbedaan pendapat mengenai pengaruh inflasi pada panjang *lag* kebijakan moneter. Ball, Mankiw, dan Romer (1988) berpendapat bahwa inflasi yang rendah dapat meningkatkan *nominal rigidity* dalam perekonomian sehingga dapat memanjangkan *lag* kebijakan moneter. Sementara, pendapat lainnya adalah jika inflasi yang rendah dan menghasilkan kredibilitas yang tinggi, maka penyesuaian ekspektasi akan lebih cepat, sehingga transmisi kebijakan menjadi lebih singkat. Haldane (1997) melihat korelasi antara suku bunga kebijakan dengan inflasi. Dia menemukan bahwa (i) terdapat hubungan negatif antara suku bunga dengan inflasi, (ii) pengaruh tersebut lebih tinggi untuk negara-negara yang inflasinya tinggi,

dan (iii) response kebijakan moneter di negara-negara yang inflasinya rendah lebih panjang. Misalnya, untuk negara-negara yang tinggi inflasinya, dampak kenaikan suku bunga akan terasa pada penurunan inflasi mulai triwulan pertama dan maksimum pada triwulan keempat. Sementara untuk negara-negara yang inflasinya rendah, dampak maksimal akan terasa pada triwulan ke delapan. Hasil tersebut lebih memperkuat pendapat pertama (*'nominal rigidity'*) dari pada pendapat kedua (*'credibility'*).

Horizon sasaran inflasi yang dipilih disesuaikan dengan panjang *lag* kebijakan moneter. Namun demikian, juga perlu diperhatikan keinginan bank sentral untuk membawa inflasi ke sasarannya. Semakin cepat proses disinflasinya – yang ditandai dengan horizon yang semakin pendek – maka semakin kecil *welfare loss* dari deviasi inflasi terhadap sasarannya, namun akan semakin besar *output loss* dalam jangka pendek. Demikian pula sebaliknya. Proses disinflasi yang dilakukan secara gradual ini konsisten dengan penurunan fluktuasi output dalam jangka pendek. Semakin panjang horizon sasarannya, bank sentral akan semakin fleksibel untuk mencapai tujuan jangka pendek yang lain, misalnya stabilisasi output atau nilai tukar. Dengan demikian, pemilihan target horizon ini merefleksikan *preference* bank sentral mengenai *trade-off* antara pencapaian sasaran dan stabilisasi output dalam jangka pendek.

Panjang horizon sasaran ini berbeda-beda antara satu bank sentral dengan bank sentral lainnya. Misalnya, Brazil, Columbia, Czech Republik, dan Israel target horizonnya hanya 1 tahun, sementara Australia target horizonnya adalah *'over the business cycle'*. Chile dari tahun 1991 sampai dengan 2000 horizonnya adalah 1 tahun dan setelah tahun 2001 target horizonnya menjadi indefinite. Hal ini juga dilakukan Korea. Pelaksanaan ITF di 19 negara dirangkum oleh Schaechter, dkk. (2000) seperti terlihat pada Tabel 2.5 di bawah ini.

Tabel 2.5.
Implementasi dan Disain ITF di 19 Negara

Implementation and Design of Inflation Targeting in 19 Countries								
Country	Date Introduced	Target Price Index	Target Width	Target Horizon	Escape Clauses	Accountability of Target Misses	Target set by	Publications and Accountability
Australia	Sep. 1994	Core CPI	2-3%	Over one business cycle	None	None	Jointly by Gov and CB	Pub. of inflation report. Pub. of inflation projections (2-year point estimate)
Brazil	Jun. 1999	Headline CPI	1999: 8% ($\pm 2\%$) 2000: 6% ($\pm 2\%$) 2001: 4% ($\pm 2\%$)	1 year	None	Issuance of open letter to Minister of Finance explaining target breach and measures taken (and the time required) to bring inflation within the target	Gov in consultation with CB	Pub. of inflation report. Pub. of inflation projections (2-year fan chart). Pub. of extract of Board meetings. Pub. of models used for inflation outlook
Canada	Feb. 1991	Core CPI (excl. food, energy, and indirect taxes)	1991: 3-5% 1992: 2-4% Jun. 94: 1.5-3.5% 1995-2001: 1-3%	1991: 22 months Since 1992: multi-year	Revision of target path under exceptional circumstances (ex. major oil price shock, natural disaster)	Public explanation	Jointly by Gov and CB	Pub. of monetary policy report. Pub. of inflation projections (1-year point estimate)
Chile	Jan. 1991	Headline CPI	1991: 15-20% 1992: 13-16% 1993: 10-12% 1994: 9-11% 1995: $\pm 8\%$ 1996: $\pm 6.5\%$ 1997: $\pm 5.5\%$ 1998: $\pm 4.5\%$ 1999: $\pm 4.3\%$ 2000: $\pm 3.5\%$ 2001 onwards: 2-4%	1991-2000: 1 year 2001 onwards: indefinite	None	None	CB in consultation with Gov	Pub. of inflation report (2000). Pub. of minutes of monetary policy meetings. Pub. of inflation projections (2-year fan chart)
Colombia	Sep. 1999	Headline CPI	1999: 15% 2000: 10% 2001: 8% 2002: 6%	1 year	None	None	Jointly by Gov and CB	Pub. of inflation report

Implementation and Design of Inflation Targeting in 19 Countries								
Country	Date Introduced	Target Price Index	Target Width	Target Horizon	Escape Clauses	Accountability of Target Misses	Target set by	Publications and Accountability
Czech Republic	Jan. 1998	Core CPI (excl. regulated prices and indirect taxes)	1998: 5.5-6.5% 1999: 4-5% 2000: 3.5-5.5% 2001: 2-4%	1 year	Natural disasters, global raw material price shocks, exchange rate shocks unrelated to domestic economic fundamentals and monetary policy, and agricultural production shocks	None	CB	Pub. of inflation report (1998). Pub. of minutes of monetary policy meetings. Pub. of inflation projections (1-year range)
Finland	Feb. 1993 to Jun. 1998	Core CPI (excl. indirect taxes, subsidies, housing prices, and mortgage interest)	Annual average of 2% by 1995	Until 1995: multi-year Since 1996: indefinite	None	None	CB	None
Israel	Jan. 1992	Headline CPI	1992: 14-15% 1993: 10% 1994: 8% 1995: 8-11% 1996: 8-10% 1997: 7-10% 1998: 7-10% 1999: 4% 2000: 3-4% 2001: 3-4%	1 year	None	Public explanation of deviation of inflation forecast from target in excess of 1%	Gov in consultation with CB	Pub. of inflation report (1998)
Korea, Rep.	Jan. 1998		1998: 9% ($\pm 1\%$) 1999: 3% ($\pm 1\%$) 2000: 2.5% ($\pm 1\%$) 2001 onwards: 2.5%	1998-2000: 1 year 2001 onwards: indefinite	None (before 2000: changes caused by major forces)	None	Gov in consultation with CB	Pub. of inflation report and submission to Parliament. Monthly announcement of monetary policy direction. Pub. of minutes of monetary policy meetings

Implementation and Design of Inflation Targeting in 19 Countries

Country	Date Introduced	Target Price Index	Target Width	Target Horizon	Escape Clauses	Accountability of Target Misses	Target set by	Publications and Accountability
Mexico	Jan. 1999	Headline CPI	1999: 13% 2000: <10% 2001: 6.5% 2002: 4.5% 2003: similar to trade partners inflation (3%)	1998-2002: 1 year 2002 onwards: indefinite	None	None	CB	Pub. of inflation report (2000)
New Zealand	Mar. 1990	Headline CPI (since 1999, headline CPI excludes interest charges; prior to then, targets where defined in terms of the headline CPI less interest charges and other first round effect prices)	1990: 3-5% 1991: 2.5-4.5% 1992: 1.5-3.5% 1993-1996: 0-2% Since 1997: 0-3%	1990-1992: 1 year 1993-1996: multi-year Since 1997: indefinite	Unusual events provided they do not cause general inflationary pressures	Public explanation of target breach and measures taken (and the time required) to bring inflation within the target. Minister of Finance may ask for resignation of RBNZ Governor	Jointly by Gov and CB	Pub. of inflation report (1990). Pub. of inflation projections
Peru	Jan. 1994	Headline CPI	1994: 15-20% 1995: 9-11% 1996: 9.5-11.5% 1997: 8-10% 1998: 7.5-9% 1999: 5-6% 2000: 3.5-4% 2001: 2.5-3.5% 2002: 1.5-2.5% 2003: 1.5-2.5%	1 year	None	None	CB in consultation with Gov	None
Poland	Oct. 1998	Headline CPI	1998: < 9.5% 1999: 6.6-7.8% 2000: 5.4-6.8% 2003: <4%	1998-2000: 1 year 2000-2003: multi-year 2003 onwards: indefinite	None	None	CB	Pub. of inflation report. Pub. of inflation guidelines. Pub. of Report on Monetary Policy Implementation

Implementation and Design of Inflation Targeting in 19 Countries

Country	Date Introduced	Target Price Index	Target Width	Target Horizon	Escape Clauses	Accountability of Target Misses	Target set by	Publications and Accountability
South Africa	Feb. 2000	Core CPI (excl. Interest costs)	2003: 3-6%	Multi-year	Major unforeseen events outside CB control	None	CB	Pub. of inflation report
Spain	Nov. 1994 to Jun. 1998	Headline CPI	Jun. 1996: 3.5-4% 1997: 2.5% 1998: 2%	Until 1996: multi-year 1997-1998: 1 year	None	None	CB	Governor reports regularly to Parliament. Pub. of inflation report (1995)
Sweden	Jan. 1993	Headline CPI	Since 1995: 2% ($\pm 1\%$)	Until 1995: multi-year Since 1996: indefinite	None	None	CB	Pub. of inflation report (1997). Pub. of minutes of monetary policy meetings. Pub. of inflation projections: (2-year fan chart). Submission of monetary policy report to Parliament
Switzerland	Jan. 2000	Headline CPI	<2%	3 years	Unusual events provided they do not cause general inflationary pressures	None	CB	Pub. of inflation report. Pub. of inflation projections (3 years)
Thailand	Apr. 2000	Core CPI (excl. raw food and energy prices)	2000: 0-3.5%	Indefinite	None	Public explanation of target breach and measures taken (and the time required) to bring inflation within the target	Gov in consultation with CB	Pub. of inflation report (2000). Pub. of inflation projections (2-year fan chart). Pub. of minutes of monetary policy meetings
United Kingdom	Oct. 1992	RPIX (excl. mortgage interest)	1992-1995: 1.4% Since 1996: 2.5%	Until 1995: multi-year Since 1996: indefinite	None	Issuance of open letter to the Minister of Finance explaining target breach and measures taken (and the time required) to bring the inflation within the target	Gov	Pub. of inflation report. Pub. of inflation projections (2-year fan chart). Pub. of models used for inflation outlook

Sources: JP Morgan CB Watch, Country Sources., CB Web Pages, Schaechter et al.

Bank sentral yang mempunyai komitmen untuk mencapai sasaran inflasi dalam jangka menengah atau bahkan *indefinite* tidak berarti inkonsisten terhadap akuntabilitasnya. Sebagai contoh, RBNZ yang mempunyai sasaran 1-3% dalam jangka waktu menengah (*medium term*) tetap akan memberikan penjelasan manakala inflasi aktualnya atau proyeksi inflasinya bergerak di luar kisaran tersebut. Meskipun bank sentral dapat memiliki sasaran jangka menengah atau *indefinite*, bank sentral tetap memerlukan *horizon* yang lebih pendek untuk pengambilan keputusan dan proyeksi jangka pendek secara internal dan akuntabilitas dan komunikasi.

Untuk kasus negara-negara yang inflasi yang rendah dan kredibilitas bank sentral telah terbentuk sebelum mengadopsi ITF, meskipun sasaran bank sentralnya adalah jangka menengah-panjang, publik dapat meng-*anchor* ekspektasi inflasinya dengan baik. Ekspektasi publik akan membaik manakala bank sentral mempertahankan sasarannya tanpa merubahnya dari tahun ke tahun.

Untuk negara-negara yang inflasinya lebih tinggi dibandingkan tujuan jangka panjang bank sentralnya, bank sentral dapat mengumumkan sasaran jangka pendek yang disesuaikan dengan *disinflation path*. Hal ini dapat dilakukan secara *multi-year*.

Untuk kasus Indonesia, Anglingkusumo, dkk. (2000) meneliti seberapa besar inflasi yang optimal yang dapat digunakan sebagai sasaran Bank Indonesia. Dengan menggunakan beberapa model dan simulasi mereka menyimpulkan bahwa sasaran inflasi yang ideal adalah sebesar 4-6%, "sasaran" output gap 0-1% dan lag kebijakan moneter antara 1-2 tahun. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Darsono, dkk. (2002) berargumen bahwa total *loss function* akan minimal apabila sasaran inflasi dicapai dalam 4 atau 5 tahun ke depan.

Panjang horizon sasaran saat ini sebesar 3 tahun ke depan dirasakan sudah memadai untuk

memberikan arah bagi pelaku ekonomi dalam melakukan perencanaan kegiatan ekonomi jangka menengah. Namun demikian, panjang horizon yang lebih panjang dari 3 tahun, misalnya 5 tahun, akan lebih baik mengingat ekpektasi publik akan terbentuk dalam jangka menengah dan bank sentral dapat lebih memiliki ruang gerak (*fleksibilitas*) dalam stabilisasi output atau nilai tukar. Selain itu, pengalaman krisis ekonomi global menunjukkan perlunya memperhitungkan siklus pemulihan krisis keuangan yang lebih panjang dibandingkan siklus bisnis dalam keadaan normal. Selanjutnya panjang horizon 5 tahun ini dapat dikaitkan dengan masa tugas Gubernur BI sehingga kinerja gubernur dapat dengan mudah dievaluasi.

2.2.5 Bentuk Sasaran Inflasi

Sasaran inflasi dapat berbentuk *point*, *midpoint*, atau *band* (kisaran). Sebagian besar negara-negara ITF menspesifikasikan sasarannya dengan kisaran. Hanya UK dan Norway yang menerapkan *point target*, sementara Israel, New Zealand, Australia, Korea, Slovakia, Thailand, Philipines, dan South Australia mengadopsi *band target*, dan selebihnya (sebagian besar) menggunakan *midpoint target*. Untuk kasus Norway, sasaran inflasi 2,5% ini adalah aproksimasi dan berlaku 1-3 tahun. Hal ini menjadikan *point target* menjadi tidak jelas. Sedangkan di UK, BOE akan menulis surat kepada pemerintah jika inflasi aktual yang terjadi menyipang 1% dari sasarannya. Dengan demikian, terdapat range 1-3% dimana BOE dapat beroperasi tanpa adanya tambahan prosedur akuntabilitas.

Pada dasarnya *midpoint target* dan *band target* adalah sama, yaitu berupa *range* untuk mengakomodasi ketidakpastian. Perbedaannya adalah pada *midpoint target* nilai tengah sasaran diutarakan secara eksplisit ditambah dengan tingkat deviasinya, umumnya $\pm 1\%$. Sebaliknya, *band target* tidak secara eksplisit mengutarakan adanya nilai

tengah, misalnya 1-3% (sasaran NZ). Kelemahan dari band target ini adalah bank sentral tidak secara jelas menggiring ekspektasi inflasi publik pada level tertentu. Kemungkinan yang dapat terjadi adalah ekspektasi inflasi publik sama dengan batas atas dari *band*. Sementara, pada *midpoint target*, bank sentral dapat menggiring ekspektasi inflasi publik ke arah nilai tertentu. Dengan demikian, meskipun antara *midpoint* dan *band* pada dasarnya adalah sama, namun dampak dari penciptaan ekspektasi dapat berbeda.

Terdapat beberapa alasan mengapa banyak bank sentral yang cenderung menspesifikasikan sasarannya dengan kisaran dibandingkan *point target*, yaitu:

1. *Band target* lebih realistis dalam menggambarkan keakuratan proyeksi inflasi. Tidak ada bank sentral yang dapat memproyeksi inflasinya dengan tepat di tengah ketidakpastian mengenai mekanisme transmisi dan *shocks* di masa datang. Meskipun sasarannya *point*, namun UK dan Norway menggunakan *fan chart* dalam penyajian proyeksi inflasinya.
2. Adanya persistensi inflasi dan ketidakpastian di perekonomian.
3. *Band* memberikan bank sentral fleksibilitas untuk mengakomodasi *shock-shock* yang tidak terlihat dan menghaluskan fluktuasi output dalam jangka pendek. Dalam hal ini, kisaran sasaran dapat berfungsi sama dengan menambah panjang horizon.
4. Semua indeks harga mengandung kesalahan pengukuran dan kesalahan *sampling*. Dengan demikian, mentargetkan *point target* dapat menjadikan bank sentral bereaksi yang tidak perlu sehubungan dengan *noise* dalam pengukuran inflasi.

Lebar kisaran sasaran negara-negara yang menerapkan ITF adalah sangat bervariasi, namun secara umum lebar *range* sasarannya adalah 2 *percentage point*. Kisaran yang lebih sempit dari 2%

meskipun menunjukkan keseriusan bank sentral dalam menggiring inflasi ke dalam sasarannya, terdapat risiko meleset yang lebih besar sehingga kredibilitas bank sentral dipertaruhkan. Contoh negara-negara yang memiliki range sasaran 1% adalah Australia, Korea, Columbia, dan Philipina. Sementara kisaran yang lebih lebar dari 2% memang mengurangi risiko untuk tidak melewati sasarannya karena *shocks* yang tidak pasti dan proyeksi inflasi yang kurang akurat, namun hal ini dapat mengurangi kredibilitas bank sentral. Contoh negara-negara yang memiliki target band yang lebih dari 2% adalah Brazil 4%, Turkey 4%, Thailand 3.5%, dan South Africa 3%. Kisaran yang lebar akan kurang terjustifikasi pada saat bank sentral menggunakan *core inflation* sebagai sasaran.

Untuk kasus Indonesia, sasaran inflasi dengan menggunakan *midpoint* dengan kisaran batas atas dan batas bawah masing-masing 1% dirasakan masih relevan. Banyaknya *shocks* yang tidak terprediksi, misalnya adanya gangguan cuaca yang berdampak pada berkurangnya pasokan, distribusi yang tidak lancar, dan kenaikan harga pada *administered prices* yang tidak sesuai dengan rencana telah mengakibatkan sulitnya memproyeksi inflasi dengan tepat dan menggiring inflasi ke arah sasarannya. Memiliki range sasaran yang lebar (lebih dari 2%) dapat dijadikan opsi. Namun demikian, jika BI mempunyai range sasaran yang lebar namun tetap tidak bisa menggiring inflasi ke arah sasarannya, maka akan menjadi lebih sulit akuntabilitasnya. Dengan lebar range sebesar 2% dan adanya *escape clause*, selain telah sesuai dengan *best practice*, akuntabilitas pencapaian sasaran inflasi akan lebih mudah.

2.2.6 Penyesuaian Sasaran Inflasi

Sasaran inflasi yang telah ditetapkan oleh bank sentral mungkin saja menjadi tidak relevan apabila terjadi *shocks* yang di luar kendali bank sentral. *Shocks-shocks* tersebut antara lain adalah

krisis keuangan global dan bencana alam yang besar. Strategi yang dapat dilakukan antara lain dengan melakukan revisi sasaran, meskipun hal ini tidak disarankan mengingat dapat berdampak pada kredibilitas bank sentral. Menurut Bernanke (1999), semua negara yang menerapkan ITF pernah merubah sasaran inflasi mereka, baik revisi keatas (*upward*) seperti dalam kasus Jerman pada tahun 1979 setelah kejutan harga minyak dan Selandia Baru setelah pemilu tahun 1966, dan revisi ke bawah (*downward*) sejalan dengan proses disinflasi. Lebih lanjut, Bernanke menjelaskan bahwa sepanjang sasaran inflasi tersebut sudah diumumkan jauh hari sebelumnya, sasaran inflasi tidak bisa hanya dilihat sebagai rasionalisasi terhadap realisasi inflasi. Revisi sasaran inflasi dipandang sebagai cara yang masuk akal untuk mengakomodasi perubahan kondisi ekonomi. Dengan demikian, peninjauan kembali sasaran inflasi merupakan suatu hal yang bisa dilakukan dan dimungkinkan dari aspek legal.

Namun demikian ada pros dan kons apabila sasaran inflasi ingin direvisi atau tidak direvisi. Sekali sasaran diubah maka dapat menjadi preseden untuk mengubah lagi bila menghadapi *shock*. Sebaliknya, sasaran inflasi yang terlalu rendah dan tidak mungkin tercapai juga memunculkan kebutuhan masyarakat akan proyeksi inflasi yang kredibel. Suatu kebijakan disinflasi yang kredibel di mata publik akan mampu menurunkan secara cepat laju inflasi ke arah yang lebih optimal bagi perekonomian, tanpa harus disertai dengan anjloknya pertumbuhan ekonomi secara drastis. Semakin kredibel suatu kebijakan disinflasi, semakin kecil biaya berupa penurunan output selama proses disinflasi berlangsung.

Berkaca pada pengalaman *Bundesbank* dalam mencapai persepsi kredibilitas yang tinggi, pencapaian sasaran inflasi sebaiknya menempati prioritas yang sangat tinggi. Jika bank sentral berhasil mencapai sasaran inflasi sehingga persepsi kredibilitas publik mengalami peningkatan, maka tidak tercapainya sasaran pada periode-periode tertentu akibat suatu *unanticipated shock* dipercaya

tidak akan mengganggu kredibilitas bank sentral dalam mencapai sasaran inflasi.

Perubahan sasaran perlu dilakukan jauh-jauh hari dan perlu diselaraskan dengan penyampaian revisi sasaran inflasi sebelumnya agar tidak menimbulkan dualisme pemahaman publik terhadap sasaran inflasi ke depan yang akan diacu oleh bank sentral. Sebagai contoh adalah kondisi dimana BI telah menyampaikan dalam *press release* bahwa sasaran inflasi 2010 mengalami perubahan menjadi 5%, sejalan dengan perubahan kondisi dalam masa krisis; namun, di sisi lain penetapan sasaran inflasi oleh Pemerintah yang memakai angka 4% belum direvisi. Untuk itu perlu koordinasi yang semakin erat dan baik antara BI dengan Pemerintah dalam menetapkan dan mengumumkan sasaran inflasi.

2.3 Inflasi Harga Aset

Krisis ekonomi global telah memberikan pelajaran berharga bagi bank sentral bahwa upaya menjaga stabilitas perekonomian makro tidaklah cukup dengan menjaga stabilitas harga saja. Pencapaian kestabilan harga saja tidak menjamin pencapaian kestabilan finansial⁴². Beberapa ekonom berpendapat bahwa krisis finansial di tahun 2008/2009 disebabkan karena bank sentral mempertahankan suku bunga rendah dalam jangka waktu yang lama sebagai response dari inflasi yang rendah dan stabil.

Dengan suku bunga riil yang turun, harga aset cenderung naik, dan pada saat harga aset melebihi nilai fundamentalnya, terjadilah gelembung harga (*price bubble*). *Bubble* tersebut mempengaruhi kualitas dari *balance sheet* perusahaan yang dapat berdampak pada penurunan biaya pinjaman dan peningkatan investasi. Dampak selanjutnya adalah permintaan agregat dan potensial output yang meningkat. Sebaliknya, pada saat gelembungnya

42 Ketidakstabilan finansial salah satunya ditunjukkan oleh volatilitas harga aset.

pecah (*bubble burst*) kemampuan perusahaan dalam meminjam menjadi turun, investasi menurun, sehingga pada akhirnya output menjadi turun.

Ketidakseimbangan keuangan dan *misalignment* harga aset ini dapat menimbulkan masalah bagi pembuat kebijakan moneter. Kebijakan moneter saja tidak cukup untuk meredam dampak buruk dari *booms and bust* harga aset. Diperlukan sistem hukum dan akunting yang transparan dengan disain dengan baik (*well designed*), aturan-aturan yang sehat untuk mengurangi dampak risiko dari bank dan perusahaan (Bernanke and Gertler, 2000).

2.3.1 Pengaruh Harga Aset Pada Sektor Riil

Harga aset dapat mempengaruhi sektor riil melalui *balance sheet channel*. Perusahaan atau rumah tangga menggunakan asetnya sebagai jaminan (*collateral*) untuk meminjam uang di bank. Pada saat nilai asetnya turun (misalnya harga rumah turun), nilai jaminannya akan turun sehingga akan mengurangi banyaknya kredit yang akan diperoleh.

Pengaruh harga aset terhadap sektor riil dapat pula dijelaskan dengan (i) *wealth effect*, (ii) *Tobin's Q effect*, dan (iii) *financial accelerator*.

- Pada jalur ***wealth effect***, semakin kaya seseorang, maka semakin banyak konsumsinya. Poterba (2000) melakukan survey dampak dari harga saham ke konsumsi. Sebagian besar estimasi menyebutkan bahwa kenaikan harga finansial aset sebesar \$1 akan meningkatkan konsumsi sebesar \$0,3. Besaran angka ini secara umum sama seperti yang diprediksikan oleh Friedman dalam *permanent income hypothesis*.
- Pada jalur ***Tobin's Q effect***, Tobin berargumen bahwa rasio harga saham terhadap *replacement cost of capital* merupakan indikator yang baik bagi perusahaan untuk berinvestasi. Jika rasio tersebut yang lebih besar dari satu, maka akan lebih menguntungkan bagi perusahaan untuk melakukan investasi.

- Pada jalur ***financial accelerator***, kenaikan harga saham perusahaan berarti menaikkan kekayaan pemilik perusahaan dan menaikkan *credit worthy* perusahaan, menurunkan premium finansial, sehingga menaikkan kredit dan investasi. Bernanke and Gertler (1989) berpendapat bahwa tingkat *networth* seorang pengusaha dapat memainkan peran yang penting dalam meningkatkan *shocks* kepada perekonomian. Investasi yang sukses pada saat ini akan meningkatkan *networth* di masa yang akan datang, sehingga mengurangi *cost of capital* dan meningkatkan investasi di masa datang. Dalam hal ini, *shocks* terhadap *return* pada saat ini akan bertambah besar pada masa yang akan datang. Sementara Kiyotaki and Moore (1997) berpendapat bahwa nilai aset yang dimiliki oleh pengusaha akan naik pada waktu yang baik (*in a good times*), sehingga akan menambah dampak pada *networth* dan investasi.

2.3.2 Beberapa Pendapat Mengenai Perlu Tidaknya Merespon Harga Aset

Beberapa literatur membahas mengenai apakah kebijakan moneter perlu merespon pergerakan harga aset diantaranya adalah Batini and Nelson (2000), Bernanke and Gertler (1999, 2001), Cecchetti, Genberg, Lipsky and Wadhvani (2000), Cecchetti, Genberg and Wadhvani (2003), dan Taylor (2001). Pada dasarnya, terdapat dua pendapat apakah pergerakan harga aset perlu direspon atau tidak oleh bank sentral.

a. Pendapat Pertama: Perlu Direspon

Pendapat pertama mengatakan bahwa perkembangan harga aset perlu direspon secara proaktif. Alasan utamanya adalah karena *aset price bubble* menciptakan distorsi pada investasi dan konsumsi sehingga dapat menyebabkan kenaikan

yang berlebihan, yang kemudian diikuti oleh jatuhnya output riil dan inflasi.

Goodhart (2000) berpendapat bahwa bank sentral sebaiknya merespon pergerakan harga aset. Pendapat ini didasarkan pada argumen dari Alchian dan Klein (1973) dimana indikator harga seperti IHK dan deflator PDB adalah kurang lengkap karena indikator tersebut hanya menggambarkan harga barang-barang yang dikonsumsi sekarang. Pengukuran yang lengkap mengenai biaya hidup (*cost of living*) seharusnya mencakup harga barang-barang yang akan datang⁴³. Jika konsumen mengantisipasi harga di masa mendatang, harga rumah dan harga saham akan naik langsung.

Inflasi menurunkan daya beli dapat pula digambarkan melalui kenaikan harga aset, misalnya harga rumah. Pada saat harga rumah naik, sementara harga sewa tetap, maka kemampuan daya beli uang (*purchasing power of money*) sebenarnya menurun, meskipun inflasi IHK tidak terpengaruh.

Pendapat lain yang mendukung adalah pergerakan harga aset dapat memprediksi pergerakan IHK ke depan. Namun demikian, pendapat ini kurang didukung oleh bukti di lapangan. Stock and Watson (1999) menguji kemampuan 168 indikator ekonomi untuk memproyeksi inflasi di US pada horizon 1 tahun. Mereka menyimpulkan bahwa yang paling baik adalah PDB (*real economic activity*), sementara harga saham dan nilai tukar performansinya buruk.

Goodhart and Hufmann (2000) menemukan bahwa harga rumah signifikan pada persamaan IHK untuk 12 negara. Hal ini juga didukung oleh Cecchetti et al. (2000) dan Filardo (2000) yang menemukan bahwa harga rumah berkorelasi dengan inflasi di masa yang akan datang, namun menyertakan harga rumah ke dalam persamaan IHK

tidak signifikan dalam meningkatkan kemampuan memproyeksi inflasi.

Sependapat dengan hal ini adalah Cecchetti, Genberg, Lipsky and Wadhvani (2000) yang menyatakan bahwa bank sentral akan mencapai performansi yang paling baik jika bank sentral menyesuaikan instrumen kebijakannya tidak hanya terhadap inflasi dan output gap, tetapi juga terhadap misalignment harga aset dalam horizon 2 tahun atau lebih. Dengan bereaksi terhadap harga aset, maka kemungkinan terjadinya bubble pada harga aset akan berkurang, sehingga risiko *boom-bust* pada siklus investasi juga akan berkurang. Mereka menekankan bahwa bank sentral harus dapat mengidentifikasi misalignment harga aset dan meresponnya, bukan menargetkannya. Demikian pula halnya dengan Bordo and Jeanne (2002) yang menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang merespon terhadap inflasi dan output adalah tidaklah cukup, perlu juga merespon (secara non linear) harga aset.

b. Pendapat Kedua: Tidak Perlu Direspon

Pendapat kedua berargumen bahwa pergerakan harga aset tidak perlu direspon oleh bank sentral. Hal ini disebabkan karena, *by nature*, pergerakan harga aset sangat berfluktuasi. Banyak faktor yang menjadi pemicunya, misalnya kondisi perekonomian, kondisi perusahaan, permintaan-penawaran, isu/berita, dll. Harga saham, misalnya, pergerakannya sering tidak berhubungan dengan kondisi perekonomian. Alasan lainnya adalah bank sentral tidak mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai harga aset equilibrium dibandingkan sektor swasta. Harga aset baru akan dijadikan perhatian sepanjang harga aset tersebut menggambarkan kondisi perekonomian (*state of the economy*).

Fluktuasi harga aset akibat faktor non-fundamental dapat disebabkan karena (i) adanya aturan yang lemah, dan (ii) adanya perilaku yang tidak rasional dari para investor, misalnya perilaku

⁴³ Shibuya (1992) menunjukkan bahwa pengjuruan inflasi ala Alchian-Klein dapat dibentuk melalui penjumlahan berbobot (*weighted sum*) dari CPI inflation dan asset price inflation.

berkelompok (*herd behavior*), rasa optimis yang berlebihan, dan adanya motif transaksi jangka pendek.

Gilchrist and Leahy (2002) berpendapat bahwa harga aset tidak memiliki informasi yang berharga untuk *forecasting*. Mereka juga tidak menemukan hasil yang bagus untuk pengikutsertaan harga aset ke dalam *policy rule*.

Berbeda dengan Goodhart, John Vickers dari *Bank of England* menyatakan bahwa harga aset sebaiknya tidak dimasukkan dalam penghitungan inflasi yang menjadi sasaran bank sentral. Alasannya adalah karena volatilitas yang tinggi dari harga aset akan tertransmisikan ke dalam inflasi dan membuat perhitungan dan akuntabilitasnya menjadi lebih kompleks. Hal inilah yang menjadi dasar dikeluarkannya harga perumahan dari penghitungan inflasi yang menjadi sasaran BOE.

Goodfriend, dalam Gertler et al., (2000) menyatakan bahwa pergerakan harga aset terlalu *volatile* dan tidak berhubungan dengan aktivitas ekonomi. Cogley (1999) juga berpendapat bahwa *misalignment* pada harga aset sulit dideteksi sehingga kesalahan dalam merespon harga aset dapat meningkatkan variabilitas output.

Jika bank sentral menggunakan pengukuran inflasi yang lebih luas dimana mencakup harga aset, maka peningkatan harga aset akan direspons dengan kebijakan moneter yang ketat, meskipun inflasi IHK rendah dan stabil. Hal ini dapat menimbulkan sinyal kebijakan yang keliru. Mengapa?

- *Pertama*, harga rumah dan harga saham bukanlah indikator yang dapat diandalkan mengingat keduanya merupakan bagian kecil dari aset konsumen. Konsumen juga memiliki kekayaan berupa barang-barang tahan lama (seperti mobil dan peralatan rumah tangga), kolektabilitas, aset-aset luar negeri, dan *human capital*.
- *Kedua*, hubungan antara inflasi harga aset dan inflasi IHK tidak jelas. Pergerakan harga rumah

dan harga saham bisa saja tidak ada hubungannya dengan ekspektasi inflasi. Sebagai contoh, harga saham dapat naik karena ekspektasi terhadap pendapatan perusahaan yang meningkat atau karena selera investor terhadap perilaku *risk taking* yang meningkat, bukan karena ekspektasi terhadap kenaikan harga-harga secara umum.

Bernanke and Gertler (2000) berargumen bahwa pendekatan inflation targeting mengarahkan bank sentral untuk menyesuaikan kebijakan moneter secara aktif dan *pre-emptive* untuk mengantisipasi tekanan yang bersifat inflasioner maupun deflationer. Hal ini mengimplikasikan bahwa kebijakan moneter tidak harus merespon perubahan harga aset, kecuali jika mempengaruhi ekspektasi inflasi. Dengan memfokuskan pada tekanan inflasi atau deflasi yang ditimbulkan dari pergerakan harga aset, bank sentral dapat merespon efek buruk dari *boom-bust* harga aset tanpa harus mengetahui apakah pergerakan ini disebabkan oleh faktor fundamental atau tidak. Mereka menyimpulkan bahwa penerapan *policy rule* yang secara langsung menargetkan harga aset justru menimbulkan dampak yang tidak optimal.

Dampak kejutan harga aset 'seperti' dampak kejutan permintaan (*demand shocks*) ke perekonomian. Jika kenaikan harga aset menstimulasi permintaan agregat, maka bank sentral akan menstabilisasi permintaan agregat dengan menaikkan suku bunga. Demikian pula sebaliknya. Namun demikian, jika pergerakan harga aset tidak mempengaruhi ekspektasi inflasi dan permintaan agregat, maka bank sentral sebaiknya tidak merespon.

Response otomatis tersebut di atas tidak hanya menstabilkan perekonomian, namun juga dapat menstabilkan pasar keuangan. Jika pelaku pasar keuangan berekspektasi bahwa bank sentral akan berperilaku *counter cyclical* dimana bank sentral akan menaikkan suku bunga pada saat kenaikan harga aset akan memanasakan

perekonomian, maka reaksi yang berlebihan dari pelaku pasar – akibat psikologi pasar dan faktor non-fundamental lainnya – dapat dimoderasi.

Menurut Bean (2003), penerapan flexible inflation targeting tidak memerlukan tambahan persamaan harga aset atau ketidakseimbangan finansial secara eksplisit ke dalam model. Sejalan dengan Clarida, Gali dan Gertler (2001), Chadha, Sarno, dan Valente (2003) menyarankan agar bank sentral tidak menargetkan harga aset, namun menjadikannya sebagai *good information variable*. Filardo (2000) menemukan bahwa mengikutsertakan harga aset ke dalam perhitungan IHK tidak menambah performansi ekonomi Amerika. Dalam penelitian yang lainnya, Filardo (2001) menyimpulkan bahwa jika otoritas moneter tidak yakin akan peran harga aset dalam makroekonomi, maka kebijakan moneter tidak akan mendapatkan keuntungan dengan merespon harga aset. Begitu pula sebaliknya.

Pendapat yang tidak menyetujui harga aset sebagai sasaran bank sentral ini didukung oleh Trichet (2005). Dalam pidatonya, dia mengungkapkan 6 alasan mengapa harga aset tidak sepatutnya dijadikan sasaran bank sentral, yaitu:

- *Pertama*, pada kenyataannya harga aset merupakan proksi yang tidak baik untuk inflasi IHK di masa yang akan datang, karena perubahan harga aset dipengaruhi oleh perubahan yang bersifat fundamental dan bukan hanya ekspektasi inflasi.
- *Kedua*, menargetkan harga aset akan meningkatkan pengambilan risiko oleh para pelaku ekonomi sebagai antisipasi dari upaya bank sentral melakukan stabilisasi harga aset (terjadi *moral hazzard*).
- *Ketiga*, dengan pelaku ekonomi yang bersifat *rational forward looking*, terdapat kemungkinan terjadinya hubungan “*circular*” antara bank sentral dengan harga aset, dimana harga aset akan mengarahkan kebijakan moneter sementara ekspektasi kebijakan moneter ke

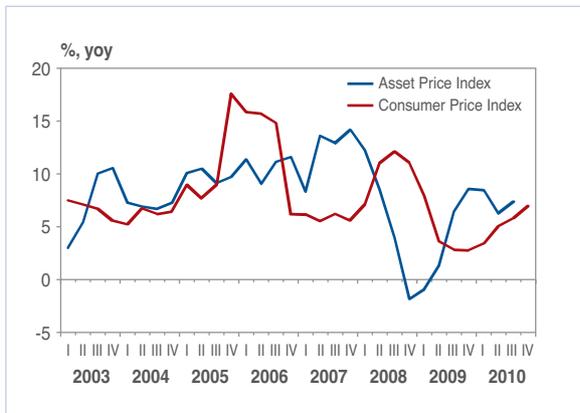
depan juga akan mengarahkan harga aset saat ini. Sebagai konsekuensinya, inflasi bisa jadi ditentukan hanya oleh pemenuhan ekspektasi pasar sehingga bersifat sangat fluktuatif (*inflation indeterminacy*).

- *Keempat*, jika bank sentral menargetkan inflasi IHK dimana didalamnya sudah mencakup harga aset, maka menargetkan harga aset secara langsung dapat menyebabkan terjadinya “*double counting*” tekanan inflasi.
- *Kelima*, penghitungan bobot harga aset dalam komposit indeks harga dapat membingungkan. Apabila didasarkan pada kontribusinya terhadap pengeluaran bisa jadi bobotnya besar, namun jika didasarkan pada kontribusinya terhadap proyeksi inflasi maka bobotnya relatif kecil. Metodologi penghitungan bobotnya pun menjadi lebih kompleks.
- *Keenam*, bank sentral hanya memiliki sedikit kontrol terhadap harga aset karena dalam jangka panjang, harga aset ditentukan oleh faktor fundamental ekonomi bukan kebijakan moneter.

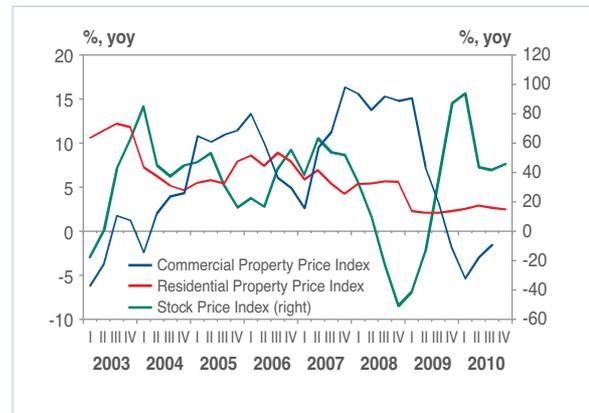
Sejalan dengan pendapat ini, Sutherland, et al. (2010) menyatakan bahwa memasukan harga aset dalam tujuan kebijakan moneter memiliki banyak permasalahan dan dapat memberikan dampak negatif terhadap output dan inflasi. Reaksi bank sentral terhadap sinyal yang salah mengenai “*turning point*” dari harga aset dapat berimplikasi pada “*welfare cost*” yang besar.

2.3.3 Harga Aset di Indonesia

Pergerakan harga aset di Indonesia dapat dilihat pada grafik di bawah ini. Grafik 2.23 menunjukkan pergerakan inflasi harga aset dan inflasi IHK (yoy). Terlihat pergerakan keduanya tidak konvergen, sangat berlainan, mulai periode 2006:1 sampai dengan 2010:2. Sementara Grafik 2.24 menunjukkan pergerakan harga saham sangat volatile dibandingkan harga property (residensial dan



Grafik 2.23.
Inflasi Harga Aset dan IHK



Grafik 2.24.
Indeks Harga Aset Properti dan IHSG

komersial). Pergerakan ketiga harga tersebut juga terlihat independen, dalam artian tidak ada korelasi yang kuat antara satu dengan yang lainnya.

Apabila harga aset dimasukkan sebagai komponen IHK, maka akan terdapat banyak hambatan yang menyulitkan dalam implementasinya, yaitu:

- *Pertama*, aset di pasar keuangan bukan merupakan barang yang dikonsumsi sehingga tidak sesuai dengan komponen lain di dalam IHK saat ini yg merupakan barang konsumsi.
- *Kedua*, terdapat kesulitan dalam menentukan harga aset apa saja yang perlu dimasukkan dalam IHK, mengingat terdapat banyak jenis aset yang masing-masing memiliki karakteristik berbeda.
- *Ketiga*, akan terdapat kesulitan untuk menentukan bobot dalam penghitungan IHK.
- *Keempat*, ketika terjadi kenaikan harga aset yang berlebihan akibat spekulasi akan berpengaruh terhadap keseluruhan IHK.

Dengan mempertimbangkan hal tersebut di atas, dalam formulasi kebijakan moneternya Bank Indonesia lebih cenderung sepakat dengan pendapat yang kedua, yaitu tidak merespon pergerakan harga aset. Harga aset cukup dijadikan sebagai *good*

information variable, tidak dijadikan faktor penentu naik-turunnya suku bunga kebijakan mengingat respons suku bunga bisa sefluktuatif pergerakan harga aset. Bank Indonesia tetap memonitor perkembangan harga aset dan mengidentifikasi adanya kemungkinan *bubble*. Jika terjadi *bubble*, bank sentral bisa saja tidak meresponsnya, merespons dengan menaikkan suku bunga, atau dapat juga merespons dengan membuat aturan-aturan kehati-hatian, misalnya *loan-to-value ratio* dan *counter cyclical CAR* (kebijakan makroprudensial).

Mengingat monitoring terhadap harga aset cukup penting bagi bank sentral, maka pengukuran indikator-indikator harga aset tersebut harus diperkuat. Sebagai contoh, indikator harga aset properti baik residensial maupun komersial yang digunakan saat ini perlu disempurnakan agar lebih dapat merepresentasikan kondisi aktual perubahan harga aset tersebut. Selain itu, diperlukan kajian untuk menyusun komposit indikator harga aset yang akan digunakan dalam evaluasi stabilitas harga aset⁴⁴.

Ke depan, perlu diteliti apakah harga properti dan harga saham saat ini mempunyai

⁴⁴ Saat ini, indeks harga aset dibentuk dari harga properti residensial, indeks harga properti komersial dan indeks harga saham gabungan dengan bobot masing-masing sebesar 60%, 35% dan 5%.

korelasi dengan inflasi IHK atau inflasi inti pada periode mendatang. Dengan demikian, besar kecilnya manfaat untuk mengikutsertakan harga aset ini akan tergantung pada kehandalan dari harga aset dalam memprediksi inflasi IHK atau inti.

2.4 Respons Kebijakan Moneter terhadap Karakteristik dan Dinamika Inflasi

Secara umum, penerapan respons kebijakan moneter untuk pengendalian inflasi perlu memperhitungkan karakteristik dan dinamika inflasi IHK di Indonesia.

1. **Tekanan inflasi inti dapat bersumber dari kelebihan permintaan (*excess demand*) yang terjadi karena kendala kapasitas produksi memenuhi permintaan (*capacity constraint*).** Faktor ini lebih banyak terjadi pada kapasitas lahan produksi pertanian bahan makanan dan kapasitas infrastruktur penunjang produksi dan distribusi, seperti jalan raya dan tenaga listrik. Sementara itu, kondisi permintaan di sektor industri pengolahan pada umumnya dapat diimbangi oleh kapasitas produksi domestik.
2. **Namun, inflasi inti tidak sepenuhnya mewakili inflasi yang dipicu oleh tekanan permintaan domestik yang melebihi penawaran (*demand-induced inflation*),** sebagaimana misalnya tercermin dari kenaikan tingkat upah, biaya tenaga kerja *overtime* per unit produk, atau kenaikan margin keuntungan sebagai akibat dari kenaikan permintaan terhadap output.
3. **Perkembangan inflasi inti bisa juga terjadi karena faktor tekanan biaya (*cost-push*) yang bukan dipicu oleh kenaikan permintaan domestik,** tetapi oleh kenaikan harga bahan baku impor (*imported inflation*), depresiasi nilai tukar Rupiah, harga bahan baku yang tergolong komoditas *administered*, upah minimum, dan biaya bunga barang modal. Inflasi inti juga mencakup komoditas barang jadi impor yang harganya

dipengaruhi oleh kenaikan harga luar negeri dan harga komoditas global serta depresiasi nilai tukar Rupiah, yang pergerakannya bukan karena perubahan permintaan domestik. Bahkan inflasi inti bisa juga terjadi karena efek *spill-over* *volatile food inflation*, and *second round administered inflation*. Lebih jauh, inflasi inti juga bisa dipengaruhi oleh fleksibilitas margin keuntungan dalam merespons perubahan permintaan atau biaya. Fleksibilitas itu dipengaruhi oleh kekuatan pasar dan kemampuan melakukan efisiensi. Selanjutnya, inflasi inti dapat juga dipengaruhi oleh perubahan elastisitas permintaan terhadap harga yang terjadi secara musiman.

4. **Gangguan produksi produk pertanian bahan makanan,** misalnya dari faktor musiman, menyebabkan harga sebagian komoditas makanan bergejolak. Sebagian dari inflasi komoditas tersebut diteruskan ke inflasi inti melalui produk turunan makanan berbahan baku *volatile food* tersebut.
5. **Inflasi yang diimpor dari perkembangan harga luar negeri dan harga komoditas global,** yang antara lain dipicu oleh ketidakseimbangan permintaan dan penawaran komoditas di pasar global. Inflasi yang diimpor ini sebagian besar diteruskan ke inflasi inti dan dipengaruhi perkembangan nilai tukar.
6. **Kebijakan harga komoditas *administered* yang menimbulkan dampak putaran kedua kepada komoditas lainnya dalam inflasi inti.**
7. **Kejutan-kejutan inflasi kelompok *volatile foods* dan *administered* yang menimbulkan dampak terusan kepada ekspektasi inflasi.** Ekspektasi inflasi masih didominasi perilaku adaptif tetapi perilaku *forward looking* mengalami peningkatan.

Berdasarkan karakteristik khusus inflasi tersebut, penyusunan respons kebijakan moneter perlu mempertimbangkan prinsip-prinsip sebagai berikut.

1. Kebijakan moneter merespons proyeksi inflasi inti yang sejalan dengan pencapaian sasaran inflasi IHK. Respons kebijakan moneter tersebut mempertimbangkan kekuatan relatif seluruh jalur transmisi kebijakan moneter serta struktur produksi dan pendapatan dalam perekonomian Indonesia. Saluran-saluran transmisi kebijakan suku bunga ke inflasi meliputi jalur efek substitusi dan efek pendapatan dari perubahan suku bunga riil, jalur biaya bunga modal terhadap investasi, jalur langsung biaya bunga modal terhadap inflasi, jalur kredit bank, jalur neraca produsen, jalur harga aset, jalur nilai tukar, dan jalur ekspektasi inflasi. Respons kebijakan suku bunga tidak dapat mengacu hanya pada *policy rule* dalam model makroekonomi karena model kebijakan moneter tersebut pada umumnya memiliki keterbatasan jalur transmisi suku bunga ke inflasi.
2. Kondisi permintaan dan penawaran barang dan jasa, yang dalam kerangka model kebijakan moneter biasanya diwakili oleh variabel *output gap*, dapat direspons oleh kebijakan moneter secara langsung dan secara tidak langsung melalui pengaruhnya terhadap inflasi inti.
 - a. Penentuan respons kebijakan moneter terhadap kondisi permintaan perlu memperhitungkan perkembangan inflasi inti yang diyakini lebih dipicu oleh kenaikan permintaan yang tidak dapat diimbangi oleh penawaran.
 - b. Penentuan respons kebijakan moneter perlu mempertimbangkan keterbatasan indikator *output gap*.⁴⁵
3. Respons terhadap perubahan ekspektasi inflasi, sebagai salah satu determinan inflasi inti, dilakukan secara tidak langsung melalui respons terhadap proyeksi inflasi inti. Perkembangan dan perubahan ekspektasi inflasi diperlakukan juga sebagai variabel informasi dalam penyusunan kebijakan moneter.
 - a. Mengingat inflasi inti merupakan cerminan perubahan harga yang ditetapkan pelaku pasar barang dan jasa dan pasar tenaga kerja, **ekspektasi inflasi yang diperhitungkan dalam perkiraan inflasi inti melalui jalur ekspektasi inflasi adalah ekspektasi inflasi produsen, pedagang dan konsumen.** Ekspektasi pedagang dan produsen lebih besar pengaruhnya dibandingkan ekspektasi konsumen karena pasar barang pada umumnya berstruktur persaingan tidak sempurna sehingga mayoritas produsen dan pedagang berperan sebagai penentu harga (*price setter*) dan konsumen sebagai penerima harga (*price taker*).
 - b. Pengaruh ekspektasi inflasi pelaku pasar keuangan terhadap realisasi inflasi inti tidak diperlakukan sebagai bagian dari jalur ekspektasi inflasi melainkan sebagai bagian dari jalur *pass-through* nilai tukar ke inflasi. Dalam hal ini ekspektasi inflasi pelaku pasar keuangan diperlakukan sebagai salah satu determinan nilai tukar melalui dampaknya terhadap potensi aliran modal masuk atau keluar.
 - c. Respons kebijakan moneter terhadap perubahan ekspektasi inflasi karena picuan kejutan inflasi non inti, misalnya karena kenaikan harga administered dan volatile food, perlu mempertimbangkan persistensi perubahan ekspektasi inflasi tersebut dan seberapa besar pengaruhnya memicu spiral upah-harga.

45 Output gap (GDP gap) sebenarnya bukanlah indikator yang menggambarkan kemampuan penawaran (baik domestik dan eksternal) memenuhi permintaan domestik akan barang dan jasa dalam keranjang IHK, yang selanjutnya menjadi salah satu determinan inflasi IHK inti. Output gap merupakan indikator yang mencerminkan kemampuan PDB sebagai penawaran domestik memenuhi permintaan domestik dan permintaan eksternal akan PDB. Selain itu output gap merupakan indikator yang diperoleh tidak dari survey atau sensus (unobservable), tetapi diestimasi dari indikator lainnya yang observable melalui berbagai alternatif teknik matematika dan statistika. Oleh karena itu hasil estimasi output gap mengandung ketidakpastian yang tinggi sehingga mempengaruhi akurasi proyeksi inflasi inti.

4. Respons terhadap perubahan nilai tukar tidak dilakukan secara langsung tetapi melalui pengaruhnya terhadap proyeksi inflasi inti dan *output gap*. Respons langsung terhadap nilai tukar adalah melalui kebijakan intervensi valuta asing yang bertujuan untuk memelihara atau mengurangi volatilitas nilai tukar.
5. Kebijakan suku bunga kebijakan moneter tidak merespon secara langsung pergerakan harga aset tetapi cukup menjadikannya sebagai variabel informasi. Perkembangan harga aset tetap dimonitor dan diidentifikasi kemungkinan terjadinya gelembung harga. Gelembung harga aset dapat direspons dengan menaikkan suku bunga, atau dengan kebijakan makroprudensial seperti membuat aturan-aturan kehati-hatian, misalnya *loan-to-value ratio* dan *counter cyclical CAR*.

Halaman ini sengaja dikosongkn

Penguatan Kerangka Kebijakan Nilai Tukar Dan Pengelolaan Arus Modal

3.1 Peran Dasar Nilai Tukar dalam ITF

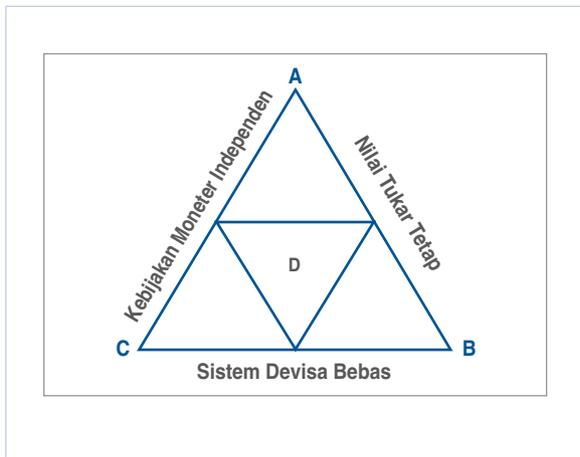
Nilai tukar adalah salah satu variabel makroekonomi yang mempunyai peranan sangat penting di negara-negara emerging markets, termasuk Indonesia. Selama beberapa dekade kebanyakan negara-negara berkembang mengadopsi sistem nilai tukar tetap ataupun sistem nilai tukar terkendali. Namun, sistem nilai tukar tersebut mengalami perubahan drastis terutama sejak krisis mata uang Asia 1997. Banyaknya negara berkembang yang meninggalkan sistem nilai tukar yang rigid juga sejalan dengan meluasnya penerapan ITF di negara-negara berkembang.

Dalam ITF, sistem nilai tukar mengambang bebas merupakan pilihan optimal karena dengan asumsi bekerjanya teori “*uncovered interest parity*” (UIP), nilai tukar akan berperan sebagai *shock absorber* atas gejolak dalam perekonomian. Dalam kondisi tersebut, perubahan suku bunga kebijakan diharapkan dapat mempengaruhi pergerakan nilai tukar, baik melalui jalur permintaan domestik maupun melalui jalur finansial, yang pada akhirnya berdampak pada inflasi. Walaupun diyakini bahwa nilai tukar yang mengambang bebas merupakan salah satu prakondisi penerapan ITF, masih terdapat beberapa pertanyaan utama terkait dengan format

kebijakan nilai tukar yang diperlukan dalam kerangka kebijakan moneter di negara-negara pengadopsi ITF yang memiliki derajat keterbukaan ekonomi yang berbeda.

Keterbukaan ekonomi suatu negara akan membawa konsekuensi pada pelaksanaan kebijakan moneter. Dalam kaitan ini, terdapat tiga isu strategis yang perlu diperhatikan dalam pelaksanaan kebijakan moneter, yaitu pemilihan sistem nilai tukar, sistem devisa, serta pelaksanaan kebijakan moneter yang independen (dari pengaruh eksternal). Umumnya, diyakini bahwa 3 pilihan strategi tersebut tidak dapat dilakukan secara bersamaan, kondisi tersebut dikenal sebagai trilema kebijakan (*impossible trinity*), sebagaimana disampaikan oleh Mundel (1968). Sejalan dengan itu, beberapa studi empiris menyimpulkan bahwa “hanya dua dari tiga” kondisi di atas dapat diterapkan bersama. Pilihan tersebut secara ilustratif tercermin pada tiap sudut (*corner*) pada “segitiga trilema”, yaitu A, B, atau C (Grafik 3.1).

Sebagai misal, untuk dapat melaksanakan kebijakan moneter secara independen dalam kondisi derajat keterbukaan perekonomian sangat tinggi (C), maka perkembangan nilai tukar harus cukup fleksibel. Apabila sistem nilai tukar tetap yang



Grafik 3.1
Segitiga Trilema Kebijakan

menjadi pilihan, kebijakan moneter dapat dilaksanakan secara independen; namun, hal tersebut harus didukung oleh upaya pengendalian aliran dana luar negeri yang sedemikian ketat sehingga mobilitas dana luar negeri dapat dibatasi agar dapat tidak mengganggu pelaksanaan kebijakan moneter (A).

Dalam praktek, sejalan dengan peningkatan integrasi pasar keuangan global, serta derasnya aliran modal yang memberikan tekanan dan komplikasi pada pelaksanaan kebijakan moneter, khususnya di negara berkembang, terdapat kecenderungan pergeseran preferensi dari 'corner solution' ke 'solusi antara', yaitu daerah sekitar titik D. Dalam kondisi ini, terdapat solusi yang lebih akomodatif dengan memperhitungkan langkah-langkah tertentu untuk mengelola pergerakan nilai tukar pada kisaran tertentu (tidak sepenuhnya fleksibel) serta membatasi pergerakan dana luar negeri.

3.2 Pergeseran Peran Nilai Tukar dalam ITF

3.2.1. Pergeseran Peran Nilai Tukar dan Peran Intervensi Pasar Valas

Dengan lingkungan pasar keuangan yang terintegrasi secara global, peran nilai tukar

cenderung bergerak berbeda dengan asumsi dasar yang digunakan dalam ITF. Dalam kaitan ini, nilai tukar cenderung bergerak secara eksogen dan dalam beberapa momen bahkan menjadi *shock amplifier* dalam perekonomian. Hal ini mengingat dinamika nilai tukar lebih dipengaruhi oleh perubahan persepsi risiko investor di pasar keuangan global dibandingkan pengaruh faktor-faktor fundamental. Sementara itu, terkait dengan kebijakan moneter, perubahan suku bunga kebijakan menjadi tidak cukup kuat dalam mempengaruhi nilai tukar sebagaimana konsep UIP.

Mempertimbangkan kondisi perekonomian global terkini dimana terjadi peningkatan integrasi ekonomi yang dibarengi dengan derasnya aliran modal ke negara berkembang, maka terdapat kecenderungan negara-negara untuk memilih 'solusi antara' dalam trilema kebijakan. Bila demikian, maka sampai batasan tertentu nilai tukar diarahkan untuk berada pada level yang dipandang kondusif bagi perkembangan makro perekonomian. Sejalan dengan hal tersebut, meskipun secara formal negara-negara emerging markets menganut Inflation Targeting dan mengadopsi sistem nilai tukar mengambang, pada kenyataannya negara-negara tersebut tetap melakukan intervensi di pasar valuta asing. Hal ini dilakukan terutama untuk mengurangi fluktuasi nilai tukar dan ketidakstabilan di pasar keuangan.

Teori ekonomi memprediksi bahwa *non-sterilized intervention* dapat mempengaruhi nilai tukar. Dengan *non-sterilized intervention*, pembelian (penjualan) valuta asing oleh bank sentral dapat memperlemah (memperkuat) nilai tukar mata uang domestik melalui peningkatan (penurunan) likuiditas di pasar uang. Sebaliknya, *sterilized intervention* dapat memengaruhi nilai tukar melalui jalur *portfolio balance* atau jalur *signalling*. Jalur *portfolio balance* mengasumsikan bahwa investor melakukan diversifikasi berdasarkan analisis *mean variance*. Sepanjang obligasi domestik dan obligasi asing tidak bersubstitusi secara sempurna, *sterilized*

intervention akan selalu mengakibatkan perubahan komposisi portofolio investor. Investor akan memerlukan return—diukur dengan premi risiko—yang lebih besar (kecil) untuk mengabsorpsi kenaikan (penurunan) persediaan instrumen tersebut, yang pada gilirannya akan menyebabkan depresiasi (apresiasi) nilai tukar mata uang domestik.

Mengingat pada dasarnya nilai intervensi jauh lebih kecil relatif terhadap nilai perdagangan valuta asing, banyak ekonom yang skeptis terhadap kemampuan intervensi dalam memengaruhi nilai tukar melalui *portfolio balance*. Hal ini didukung oleh berbagai studi yang menemukan lemahnya, walaupun ada, jalur *portfolio balance* (sebagai contoh, Evans and Lyons, 2001). Oleh karena itu, terdapat juga keyakinan bahwa pengaruh dari intervensi berjalan melalui jalur *signalling*. Jika bank sentral menggunakan intervensi valuta asing secara kredibel untuk menunjukkan perubahan yang diinginkan dalam kebijakan moneter, maka perubahan nilai tukar terjadi melalui jalur *signalling*. Arah kebijakan dan keyakinan otoritas moneter mengenai pasar valuta asing diungkapkan secara eksplisit dengan tujuan untuk menstabilkan dan mengarahkan pasar. Sebagaimana ditunjukkan oleh Dominguez dan Frankel (1993), dampak intervensi melalui jalur *signalling* seringkali lebih besar dari dampak melalui *portfolio balance*.

Ada sejumlah studi yang mencoba melihat keefektifan intervensi valuta asing yang dilakukan oleh bank sentral penganut ITF. Domac dan Mendoza (2004) menunjukkan bahwa intervensi pasar valuta asing di Mexico dan Turkey dapat secara efektif menurunkan volatilitas nilai tukar. Kamil (2008) menemukan bahwa intervensi valuta asing di Colombia cukup efektif dalam memengaruhi level nilai tukar selama periode 2004-2006. Namun, untuk periode 2007, intervensi yang dilakukan bank sentral Colombia tidak efektif dalam mengurangi/memperlambat apresiasi mata uangnya. Bukti-bukti empiris tersebut menunjukkan bahwa intervensi valuta asing dapat kredibel memengaruhi nilai tukar

meskipun di negara yang menganut ITF. Meski demikian, bukti-bukti tersebut juga menunjukkan adanya keterbatasan intervensi. Intervensi justru dapat memicu ketidakstabilan nilai tukar apabila pelaku pasar melihat adanya ketidakkonsistenan antara tujuan pencapaian inflasi dan tujuan intervensi nilai tukar. Bukti yang ditemukan Kamil (2008) di Colombia menunjukkan bahwa intervensi yang dilakukan pada saat ekonomi suatu negara mengalami pemanasan (*overheating*) justru mengakibatkan peningkatan trading yang bersifat spekulasi.

3.2.2. Pengelolaan Nilai Tukar untuk Mengarahkan Pencapaian Sasaran Inflasi

Keinginan negara berkembang pada umumnya untuk mengarahkan nilai tukar untuk berada di level yang optimal dari sudut pandang makro merupakan fenomena yang telah umum terjadi. Berbagai penelitian telah menyoroti keengganan negara berkembang untuk membiarkan mata uang mereka berfluktuasi secara bebas atau '*fear of floating*' (Calvo dan Reinhart 2000), hal ini disebabkan pergerakan nilai tukar yang tajam berpotensi untuk memperburuk tekanan inflasi dan kerentanan sektor keuangan. Kondisi ini juga berlaku di Indonesia yang sesungguhnya sejak krisis 1997 mengadopsi rezim nilai tukar mengambang, sampai titik tertentu rupiah ditentukan oleh faktor-faktor diluar kekuatan pasar. Hal ini disebabkan Bank Indonesia berkepentingan untuk mencegah fluktuasi nilai tukar yang tajam sehingga senantiasa siap untuk melakukan *smoothing* pergerakan nilai tukar.

Terdapat beberapa alasan utama yang mendasari otoritas moneter untuk tetap mendambakan 'sedikit' kendali terhadap pergerakan nilai tukar, bahkan di kala mereka menerapkan kerangka ITF sekalipun. *Pertama*, besarnya pengaruh nilai tukar terhadap harga-harga domestik (*exchange rate pass through*). Dalam hal ini, tingginya tingkat

pass through nilai tukar kepada harga barang di dalam negeri berimplikasi bahwa pergerakan nilai tukar memiliki pengaruh penting untuk kebijakan moneter. Dengan demikian pengendalian nilai tukar yang dilakukan dengan menasar pada tercapainya sasaran inflasi bukanlah hal sepenuhnya bertentangan dengan ITF.

Kedua, utang Luar Negeri (ULN) dalam jumlah besar sehingga memberatkan bila terjadi depresiasi nilai tukar. Hal yang menjadi perhatian khusus adalah bila terdapat dominasi fiskal (*fiscal dominance*), dimana terdapat sejumlah besar utang pemerintah dalam mata uang asing. Pada akhirnya hal ini mengakibatkan terjadinya tekanan politik pada bank sentral untuk membatasi depresiasi mata uang domestik. *Ketiga*, pasar keuangan yang belum berkembang sehingga diperlukan 'dollar peg' sebagai bentuk hedging informal baik bagi eksportir maupun importir. *Keempat*, kekhawatiran terhadap tajamnya pergerakan aliran modal yang mengakibatkan tingginya volatilitas NT sehingga dapat merusak kondisi perekonomian.

Untuk menjaga stabilitas nilai tukar, intervensi permintaan dan penawaran valuta asing di pasar valuta asing adalah merupakan cara yang paling lazim digunakan Bank Sentral. Namun, di banyak negara kebijakan suku bunga juga dijadikan sebagai instrumen untuk menjaga stabilitas nilai tukar. Hal ini terutama terjadi di negara-negara di mana terdapat masalah kredibilitas atau negara-negara yang mengadopsi *inflation targeting* sementara *pass-through* nilai tukar kepada inflasinya cukup tinggi (Calvo & Reinhart, 2002). Fakta bahwa negara-negara *Emerging Markets* cenderung mempunyai *pass-through* nilai tukar yang relatif tinggi dan kredibilitas yang relatif lebih rendah, penggunaan suku bunga untuk menjaga stabilitas nilai tukar—selain sebagai respon terhadap tekanan inflasi—dapat merupakan salah satu penjelas mengapa volatilitas suku bunga di *emerging markets* relatif lebih tinggi. Berdasarkan penelitian Bank Indonesia (2008), Bank Indonesia perlu menjaga

kestabilan nilai tukar rupiah agar depresiasi nilai tukar tidak melebihi 4,2% (mtm), karena pada tingkat perubahan tersebut *pass-through* efek perubahan nilai tukar ke inflasi menjadi besar dan signifikan. Dinamika inflasi menunjukkan masih rentannya inflasi Indonesia terhadap gejala eksternal dengan koefisien *passthrough* nilai tukar masih relatif tinggi dan gejala harga komoditas yang dunia memberikan dampak yang cukup signifikan pada inflasi (Kurniati, 2007).

Bila nilai tukar memang diletakkan sebagai salah satu alat untuk membantu pencapaian sasaran inflasi maka tentunya harus terdapat pemahaman mengenai faktor-faktor yang mendasari pergerakan nilai tukar. Secara umum faktor yang mempengaruhi inflasi terbagi menjadi dua kategori besar yakni faktor non-fundamental (misalkan market sentiment dan risk aversion) dan faktor fundamental tradisional (Terms of trade (TOT), Interest rate differential (IRD), productivity (TNT), Net Foreign Assets (NFA), dsb).

Penelitian oleh Edwards dan Sahminan (2008) menunjukkan bahwa faktor fundamental yang memiliki peran signifikan terhadap pergerakan nilai tukar, antara lain adalah perubahan NFA. Hal ini menunjukkan bahwa arus masuk modal asing akan menyebabkan apresiasi rupiah (dan sebaliknya). Model yang digunakan oleh penelitian tersebut menyoroti bahwa meskipun peran transaksi berjalan yang surplus secara persisten merupakan salah satu faktor yang memicu tekanan apresiasi namun peran fluktuasi capital flows terhadap pergerakan nilai tukar jangka pendek tetap lebih dominan.

Sementara itu kenaikan level TOT juga berpengaruh terhadap penguatan rupiah, kenaikan ini mencerminkan kenaikan harga ekspor Indonesia relatif terhadap harga impor Indonesia. Hal ini pada akhirnya mengakibatkan peningkatan supply valuta asing sehingga pada akhirnya memberikan tekanan apresiasi terhadap rupiah.

Faktor lain yang dipandang memiliki dampak terhadap arus modal dan pada akhirnya dampak

terhadap nilai tukar adalah IRD. Dimana perbedaan suku bunga yang besar akan memicu aliran ke (atau dari) suatu ekonomi berikut implikasinya terhadap nilai tukar. Namun demikian penelitian Edwards dan Sahminan (2008) ini juga menyoroiti masalah endogeneity antara suku bunga dan nilai tukar sehingga menyulitkan penentuan faktor apakah yang mendahului faktor lainnya.⁴⁶

Secara umum penelitian ini menyimpulkan bahwa faktor penentu utama dari pergerakan nilai tukar di Indonesia adalah sentimen pasar dan arus modal. Sementara itu faktor fundamental 'tradisional' lain (seperti perbedaan suku bunga (IRD) dan TOT) pengaruhnya terhadap nilai tukar tidak sebesar yang diperkirakan. Hal ini diperkirakan disebabkan nilai tukar rupiah yang dikelola cukup 'ketat'. Kenyataan bahwa bank sentral berupaya untuk melakukan pengelolaan nilai tukar rupiah terutama pada saat terjadi gejolak memang diakui. Hal ini tentunya dilakukan dalam rangka upaya pencapaian tujuan utama Bank Indonesia yakni inflasi yang rendah dan stabil. Bank Indonesia akan terus mencermati perkembangan inflasi ke depan, dan memperkuat kebijakan nilai tukar Rupiah yang sesuai dengan upaya mengurangi tekanan inflasi.

3.2.3. Peran Nilai Tukar dalam Fungsi Reaksi Kebijakan Moneter

Salah satu pertanyaan utama mengenai peranan nilai tukar dalam kebijakan moneter ITF adalah apakah nilai tukar perlu dimasukkan secara eksplisit ke dalam fungsi reaksi bank sentral. Untuk banyak negara emerging markets penganut ITF, peranan nilai tukar yang tepat dalam kebijakan moneter adalah merupakan isu yang sensitif dan

sulit. Ada keengganan untuk membiarkan nilai tukar untuk bergerak secara penuh meskipun telah mengadopsi ITF (Roger et al 2009). Hal ini terutama terjadi di negara-negara di mana nilai tukar mempunyai peranan penting sebagai jangkar kebijakan. Roger et al (2009) menunjukkan bahwa secara keseluruhan, meskipun keberadaan nilai tukar ke dalam fungsi respon kebijakan dapat memberikan manfaat dalam hal volatilitas output dan inflasi, bobot yang diberikan pada nilai tukar haruslah kecil.

Taylor (2001) mengatakan bahwa belum ada bukti yang kuat untuk mendukung perlunya nilai tukar dalam fungsi reaksi kebijakan moneter. Argumen tersebut didasarkan pada fakta bahwa nilai tukar telah diperhitungkan secara tidak langsung dalam kerangka ITF standar, dan respons yang tepat untuk nilai tukar tergantung pada sifat dari shock. Penelitian yang lebih baru mengenai policy rule dalam inflation targeting memberikan bukti yang mixed mengenai apakah nilai tukar perlu dimasukkan secara langsung ke dalam fungsi reaksi kebijakan. Cavoli dan Rajan (2006), sebagai contoh, mengatakan adanya kemungkinan manfaat dari memasukkan nilai tukar ke dalam fungsi reaksi kebijakan dalam suatu ekonomi yang rentan secara finansial. Namun, studi tersebut menemukan bobot nilai tukar yang optimal sangat kecil.

Sebaliknya, studi Batini et al (2007) untuk perekonomian yang sangat terdolarisasi menyimpulkan bahwa nilai tukar tidak perlu dimasukkan secara langsung ke dalam fungsi reaksi kebijakan di negara dengan ekonomi yang rentan secara finansial. Mereka berargumen bahwa untuk mencapai target inflasi, fleksibilitas nilai tukar tidak perlu dibatasi. Hal ini karena dollarisasi memperlemah jalur transmisi output gap relatif terhadap jalur nilai tukar.

Edwards (2006) memberikan evaluasi mengenai apakah bank sentral yang mengadopsi ITF perlu secara eksplisit memasukkan nilai tukar ke dalam monetary policy rule-nya. Pertanyaan ini tentu saja terkait dengan sejumlah isu kebijakan penting,

⁴⁶ Secara teori, IRD yang tinggi akan menarik arus modal masuk ke suatu perekonomian sehingga mengakibatkan tekanan bagi nilai tukar untuk apresiasi. Namun demikian, dalam kenyataannya keputusan untuk melakukan penyesuaian suku bunga juga tidak dapat terlepas dari pertimbangan pergerakan nilai tukar. Sebagai contoh, pada April dan Mei 2003 Bank Indonesia secara eksplisit menyatakan bahwa karena nilai tukar rupiah cukup terapresiasi maka terdapat room bagi bank sentral untuk menurunkan suku bunganya. Hal ini menunjukkan bahwa concern nilai tukarlah yang mempengaruhi suku bunga untuk berubah.

termasuk biaya ekonomi dari misalignment nilai tukar dan 'fear of floating.' Edwards menemukan bahwa kebanyakan analisis mengenai ITF tidak memasukkan nilai tukar ke dalam fungsi reaksi kebijakan. Bahkan, pembahasan-pembahasan dalam literatur mainstream ITF cenderung mengabaikan isu-isu perekonomian terbuka.

Terdapat beberapa alasan yang membuat skeptisisme terhadap perlunya memasukkan nilai tukar dalam fungsi reaksi kebijakan moneter. *Pertama*, dalam suatu model dengan spesifikasi yang tepat, nilai tukar telah mempunyai peranan secara tidak langsung melalui efeknya terhadap inflasi dan output. *Kedua*, menambahkan nilai tukar (ataupun harga aset lainnya) ke dalam Taylor rule kemungkinan akan menambah volatilitas yang besar dalam kebijakan moneter. Kesimpulan Edwards tersebut sejalan dengan argumen Mishkin dan Schmidt-Hebbel (2001) yang mengatakan bahwa dalam mengimplementasikan kebijakan moneter, bank sentral harus mempertimbangkan dampak nilai tukar pada inflasi dan output gap, tetapi tidak dampak nilai tukar secara independen. Menurut Mishkin dan Schmidt-Hebbel, menargetkan nilai tukar kemungkinannya akan memperburuk kinerja kebijakan moneter.

Uraian di atas menunjukkan bahwa isu mengenai apakah kebijakan moneter perlu merespons nilai tukar belum terjawab secara konklusif. Sebagaimana dikemukakan oleh Edwards (2006), apakah nilai tukar dimasukkan secara eksplisit ke dalam fungsi reaksi kebijakan moneter tidak dapat disamakan untuk semua negara. Melainkan, hal tersebut merupakan isu empiris yang spesifik untuk masing-masing negara dan sangat tergantung pada karakteristik struktural dan fungsi kerugian otoritas setiap negara. Dalam prakteknya pada umumnya bank sentral penganut ITF mengatakan bahwa nilai tukar mempunyai peranan dalam kebijakan moneter mereka terutama karena pengaruh nilai tukar terhadap inflasi. Namun, pada umumnya bank sentral enggan untuk mengakui

bahwa nilai tukar dimasukkan secara langsung dalam monetary policy rule mereka. Terlepas dari bagaimana pengakuan bank-bank sentral, Mohanty dan Klau (2005) menemukan adanya indikasi bahwa kebanyakan bank sentral penganut ITF mempertimbangkan nilai tukar dalam penentuan stance kebijakan moneter.

Selain perdebatan tentang peranan nilai tukar dalam monetary policy rule, isu lain yang mengemuka adalah apakah nilai tukar perlu dikendalikan untuk mencapai path tertentu. Ravenna dan Natalucci (2008) menemukan bahwa pemulusan nilai tukar secara signifikan mempunyai konsekuensi makroekonomi yang buruk ketika ada efek Balassa-Samuelson secara substansial akibat perbedaan pertumbuhan produktivitas sektor tradable dengan pertumbuhan produktivitas sektor non-tradable. Namun, sebagaimana ditunjukkan McCallum (2006), pendekatan berdasarkan nilai tukar dalam ITF dapat bermanfaat untuk negara yang sangat terbuka seperti Singapura.

3.3 Pengelolaan Arus Modal Asing dalam ITF

3.3.1 Kerangka Kebijakan dalam Menghadapi Arus Modal Asing

Sebagaimana telah diungkapkan sebelumnya, *impossible trinity* menyatakan bahwa dari 3 pilihan strategi (pelaksanaan kebijakan moneter yang independen, sistem nilai tukar tetap, dan sistem devisa bebas) hanya dua yang bisa dilakukan secara bersamaan. Dengan demikian, pada saat sebuah ekonomi memutuskan untuk memilih pelaksanaan kebijakan moneter yang independen untuk bisa meraih sasaran inflasi (dalam ITF) maka pilihan pasangan kebijakan terbatas kepada sistem devisa bebas sehingga nilai tukar dibiarkan mengambang atau sistem nilai tukar tetap dengan sistem devisa terkendali.

Di Indonesia, dengan adanya UU devisa bebas yang membebaskan pergerakan arus modal,

Tabel 3.1.
Tahapan Bauran Kebijakan dalam Menghadapi Aliran Modal Asing

Tahapan Kebijakan		Contoh Kebijakan	Waktu Penerapan
Pertama	Kebijakan makroekonomi yg konsisten yg dibarengi dengan langkah-langkah prudential dan struktural.	Kebijakan konvensional (termasuk ER Flexibility, Intervensi Valas, Akumulasi Cadev, Manajemen Likuiditas) yang diikuti oleh langkah-langkah prudential dan structural (Limit NOP valas, Limit rasio pinjaman FX bank, Capital Requirement untuk pinjaman FX, RR untuk short dollar position,dll).	Tiap saat
Kedua	Capital Flow Management (CFM) tanpa diskriminasi berdasarkan residency	RR FX deposits (GWM Valas), Minimum Holding Period (OMHP), pajak untuk pinjaman LN bank non-deposits, withholding tax untuk surat utang Negara.	Second line of defense
Ketiga	CFM dengan diskriminasi berdasarkan residency	Fee terhadap pembelian surat berharga terbitan bank sentral oleh asing, RR terhadap NR deposits, Pajak saham dan obligasi untuk asing.	Ketika langkah lain sudah tidak mujarab

Sumber: IMF, Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines (Februari 14,2011), diolah.

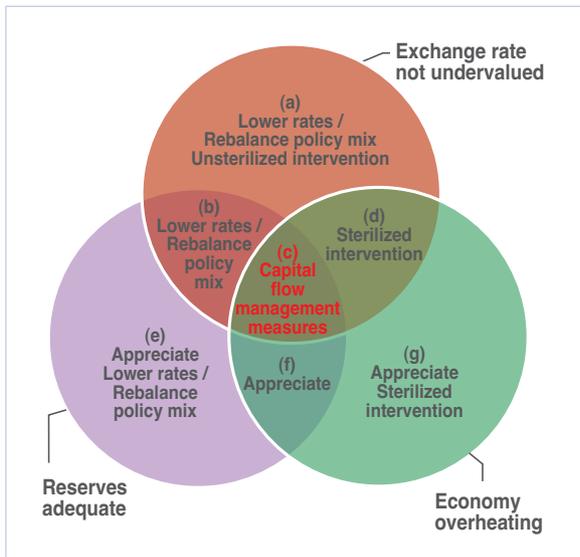
pasangan bagi kebijakan ITF tentunya adalah nilai tukar yang dibiarkan mengambang atau berfungsi sebagai *shock absorber*. Namun demikian, saat ini pilihan tersebut menghadapi tantangan berupa lingkungan global yang mengalami eksekus likuiditas. Kondisi ini mengakibatkan aliran modal asing mengalir secara deras ke EM termasuk Indonesia sehingga menimbulkan komplikasi kebijakan. Komplikasi kebijakan terjadi manakala kondisi fundamental makro perekonomian yang solid dan pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi menimbulkan tekanan inflasi. Untuk mengatasinya, salah satu cara tradisional merespons tekanan inflasi adalah dengan menaikkan suku bunga kebijakan. Namun demikian, ditengah aliran modal asing yang deras, peningkatan suku bunga acuan berpotensi menarik lebih banyak aliran modal asing sehingga mengakibatkan terjadinya tekanan apresiasi rupiah. Pada gilirannya hal ini dapat mengganggu export competitiveness. Oleh sebab itu, kondisi ini kemudian menjadi dilemma bagi pembuat keputusan dimana diperlukan judgement mengenai apa yang menjadi tujuan prioritas, sehingga kemudian dapat ditentukan kebijakan nilai tukar yang sesuai dengan kebutuhan perekonomian.

Dalam mengelola trilema di tengah derasnya aliran modal asing, diperlukan tahapan-

tahapan kebijakan dan bauran yang tepat. Secara umum, tahapan kebijakan bisa dipilah menjadi tiga bagian.⁴⁷ Pada tahapan pertama Bank Sentral berupaya untuk menerapkan kebijakan makroekonomi yang konsisten dengan berbagai kebijakan konvensional, hal ini penting untuk menjaga persepsi positif terhadap kondisi perekonomian secara umum. Secara lebih spesifik respons kebijakan yang tercakup dalam tahapan ini termasuk membiarkan nilai tukar untuk menguat, akumulasi cadangan devisa dan penggunaan kebijakan moneter dan fiskal lainnya. Selain penerapan kebijakan yang bersifat konvensional, Bank Sentral juga bisa mulai menerapkan kebijakan-kebijakan yang bersifat prudensial dan struktural untuk mengatasi aliran modal masuk seperti memberikan limit untuk *Net Open Position* (NOP) valas daln lain-lain (Lihat Tabel 3.1. Tahapan Bauran Kebijakan dalam Menghadapi Aliran Modal Asing).

Pada tahapan kedua, saat perekonomian dihadapkan pada tantangan yang lebih keras berupa aliran modal asing yang lebih deras ditengah terjadinya tekanan inflasi domestik maka bank

⁴⁷ Possible Guidelines for Managing Capital Inflows (IMF, Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines (Februari 14,2011)).



Grafik 3.2 Pilihan Kebijakan dalam Upaya Mengatasi Aliran Modal Masuk

sentral bisa masuk pada kebijakan-kebijakan yang tergolong dalam bentuk *Capital Flow Management* (CFM). Menurut guidelines IMF, kebijakan CFM sebaiknya diterapkan ketika sebuah ekonomi memenuhi tiga kondisi yakni: (i) Nilai tukar tidak dalam kondisi undervalued secara multilateral; (ii) Cadangan devisa lebih dari cukup sehingga menimbulkan permasalahan biaya; (iii) Ekonomi dalam kondisi overheating dimana outlook inflasi meningkat dan terdapat resiko terjadinya *credit boom* atau *assetprice boom* (Lihat Grafik 3.2).

Ketiga kondisi yang sebaiknya dipenuhi sebelum menerapkan CFM dapat diilustrasikan pada Bagan pilihan kebijakan diatas, tiap lingkaran merepresentasikan kasus dimana salah satu kondisi yang disebutkan diatas terjadi, yakni kondisi (i) NT tidak undervalued; (ii) cadangan devisa berlebih; dan (iii) ekonomi *overheating*. Sebagai misal, lingkaran paling atas menggambarkan posisi nilai tukar yang sesuai dengan kondisi fundamental ekonomi atau bahkan dalam kondisi *overvalued*. Sementara daerah potongan (*intersection*) dalam Bagan diatas, yang ditandai dengan huruf (b) sampai dengan (f) menggambarkan berbagai kondisi. Daerah (c)

menggambarkan daerah di mana penerapan CFM dianggap merupakan langkah yang tepat. Sementara daerah (b) menggambarkan kasus dimana NT tidak *undervalued* dan cadangan devisa cukup sehingga salah satu pilihan kebijakannya adalah menurunkan suku bunga.

Daerah tanpa potongan seperti daerah (a), (e) dan (g) menggambarkan bahwa hanya satu kondisi diantara tiga kondisi yang berlaku. Sebagai contoh daerah (g) menggambarkan kondisi dimana ekonomi mengalami overheating (kondisi (iii)), sementara NT masih undervalued dan cadangan devisa masih kurang. Dengan demikian kebijakan yang tepat untuk dipilih adalah membiarkan apresiasi terjadi untuk membantu inflasi, kemudian hal tersebut juga dibarengi dengan sterilized intervention untuk memupuk cadangan devisa.

Bila berbagai measures yang dilakukan pada tahap kedua bauran kebijakan masih dirasa kurang, maka diperlukan tahap ketiga *policy mix* yakni CFM dengan diskriminasi berdasarkan *residency*. Kelompok ketiga bauran kebijakan ini secara umum sudah tergolong ke dalam *capital control*. Berbagai kebijakan seperti *Tobin tax* dan URR termasuk dalam golongan ini. Urutan tahapan kebijakan dalam mengatasi aliran modal masuk sangat penting terutama bagi ekonomi seperti Indonesia yang berangkat dari kondisi sangat terbuka (sesuai dengan UU Devisa bebas). Tahapan dimulai dari langkah-langkah yang sejalan dengan sistem devisa bebas untuk kemudian menuju ke arah yang lebih tertutup.

(a) Intervensi dan Akumulasi Cadangan Devisa (Tahapan Kebijakan Pertama)

Tahapan kebijakan pertama dalam menghadapi aliran modal masuk mencakup berbagai kebijakan konvensional termasuk intervensi. Secara umum intervensi memang diterima sebagai sebuah alat kebijakan yang valid sebagaimana diungkapkan oleh Warjiyo (2005) bahwa intervensi merupakan alat yang dapat membantu kebijakan moneter, berguna

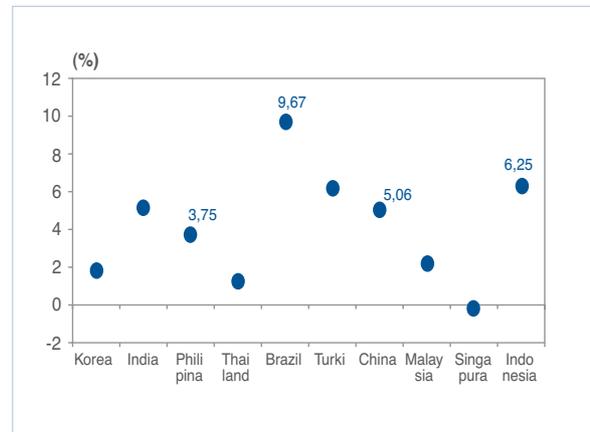
untuk menstabilkan ekspektasi pasar maupun menenangkan pasar yang bergejolak serta dapat membatasi pergerakan nilai tukar jangka pendek yang tidak berdasar.

Dengan demikian, dalam penerapan ITF yang fleksibel, intervensi perlu diarahkan untuk mencari solusi yang lebih akomodatif tentang pemahaman *impossible trinity*, dimana nilai tukar tidak akan dibiarkan sepenuhnya mengambang bebas mengikuti mekanisme pasar. Dalam kaitan ini, pergerakan nilai tukar perlu tetap diarahkan agar sesuai dengan pergerakan fundamental ekonomi yang sedang terjadi melalui kebijakan intervensi di pasar valas secara terukur.

Dari beberapa pengalaman empiris, terdapat beberapa pelajaran penting (key lessons) dalam pelaksanaan intervensi valas, yaitu sebagai berikut. (i) Intervensi bukanlah merupakan instrumen terpisah. Akan tidak efektif jika secara permanen bertolak belakang dengan tujuan ekonomi makro; (ii) Dapat digunakan untuk mengatasi kejutan nilai tukar yang bersifat temporer. Di luar itu, dalam jangka panjang pengembangan efisiensi dan kedalaman pasar valas lebih efektif untuk membantu menstabilkan nilai tukar; dan (iii) Dapat membantu implementasi kebijakan ekonomi makro yang kredibel dan efektif. Sebaliknya, kredibilitas kebijakan dan institusi akan menentukan efektivitas intervensi.

Sebagaimana diungkapkan dalam Grafik 3.2 mengenai pilihan kebijakan dalam upaya mengatasi aliran modal masuk, saat kondisi NT sudah sesuai dengan kondisi fundamental (tidak undervalued) sementara cadangan devisa belum berada pada tahap yang dipandang cukup maka bisa dilakukan kebijakan intervensi baik untuk menahan apresiasi NT yang terlalu tajam sekaligus dalam rangka upaya untuk pemupukan cadangan devisa untuk *self insurance*. (Lihat 3.2: Alasan dan Kriteria Kecukupan Cadangan Devisa).

Upaya untuk memupuk cadangan devisa untuk *self insurance* ini dilakukan melalui intervensi



Grafik 3.3.
Interest Rate Differential EM vs US

yang dilakukan secara terukur. Hal ini juga sejalan dengan kondisi Indonesia yang relatif terekspos terhadap *global risk aversion* sehingga cadangan devisa yang mencukupi sangat diperlukan untuk berjaga-jaga terhadap kemungkinan terjadi pembalikan arus modal. Disamping itu, cadangan devisa yang optimal dan dipandang cukup oleh dunia internasional akan membantu upaya Indonesia untuk mencapai level *investment grade* sehingga pada akhirnya dapat menurunkan biaya pendanaan untuk pembangunan.

Namun demikian perlu diingat bahwa dari sudut pandang stabilitas makro, akumulasi cadangan devisa yang dilakukan untuk menjaga agar nilai tukar tidak terlalu terapresiasi akan mengakibatkan kondisi moneter yang longgar (likuiditas berlebih). Kelebihan likuiditas ditengah perekonomian Indonesia yang mulai overheating tentunya harus disterilisasi melalui operasi pasar terbuka (OPT). Hal ini menimbulkan permasalahan baru berupa biaya sterilisasi yang tinggi. Perbedaan antara penerimaan bunga dari akumulasi cadangan devisa vs biaya bunga yang dikeluarkan untuk sterilisasi akan terus menggerus neraca bank sentral. Kondisi ini dialami oleh berbagai bank sentral emerging market di dunia saat ini.

(b) Capital Flow Management (Tahapan Kebijakan Kedua dan Ketiga)

Sebagaimana dikemukakan di atas, bila kebijakan konvensional sudah tidak dapat mengatasi capital inflow dan bila sebuah ekonomi memenuhi tiga kondisi yakni (i) Nilai tukar tidak undervalued; (ii) Cadangan devisa lebih dari cukup; dan (iii) Ekonomi dalam kondisi overheating, maka kebijakan CFM sebaiknya diterapkan untuk membantu mengatasi keadaan.

Kebijakan CFM umumnya bersifat sementara dan digunakan untuk mengatasi resiko spesifik yang terkait jenis aliran modal tertentu terutama yang berpengaruh terhadap asset tertentu atau karena sifatnya yang jangka pendek. Dengan demikian CFM umumnya tidak menghalangi jenis aliran modal yang lebih stabil, jangka panjang dan produktif.

Terdapat dua jenis *Capital Flow Management* (CFM) sebagaimana diuraikan dalam Tabel 3.1. Jenis pertama adalah CFM tanpa diskriminasi terhadap non-residen atau sering disebut dengan istilah *macroprudentials*. Sementara jenis kedua adalah CFM dengan diskriminasi terhadap non-residen. Jenis CFM ini pada umumnya sudah tergolong ke dalam *capital control*.

Kondisi ekonomi Indonesia sendiri dengan ancaman tekanan inflasi, cadangan devisa yang mencukupi dan kondisi nilai tukar yang tidak *undervalued* sudah memenuhi tiga prasyarat untuk diberlakukan CFM. Untuk itu, Indonesia sejak tahun 2010 sudah mulai melakukan beberapa kebijakan komplementer untuk mengatasi aliran modal asing yang deras. Salah satunya adalah dengan kebijakan *One Month Holding Period* (OMHP) untuk SBI.

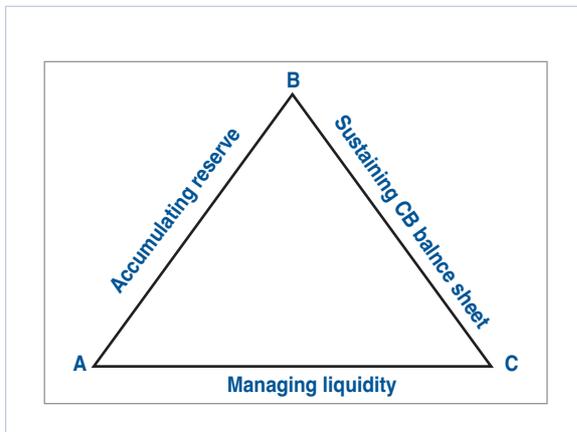
Dengan kebijakan ini pembeli SBI domestik maupun non-residen baik di pasar primer maupun sekunder diharuskan untuk '*hold*' SBI yang mereka beli selama satu bulan. Selain itu BI juga melakukan penjarangan lelang berikut penghapusan penerbitan SBI 1 bulan dan 3 bulan kemudian menggantinya dengan term deposit dengan tenor yang sama

maupun SBI tenor 6 dan 9 bulan. Berbagai langkah ini pada dasarnya merupakan upaya untuk mengurangi ketersediaan jenis instrumen yang paling menarik bagi aliran dana jangka pendek (*arbitrage* dan *carry trade*).

Selain sebagai upaya pencegahan aliran dana asing jangka pendek dengan mengurangi jenis instrumen yang paling menarik bagi investor asing ('putting sands on the wheel'), aturan semacam OMHP juga berfungsi sebagai langkah pencegahan terjadinya 'large and sudden capital outflow'. Jelas bahwa aturan OMHP tidak memungkinkan investor untuk tiba-tiba menjual SBI yang dimilikinya.

Di samping OMHP, BI juga menerapkan beberapa jenis CFM lainnya antara lain berupa peningkatan Giro Wajib Minimum Valas (RR FX) dan penerapan kembali pembatasan pinjaman luar negeri jangka pendek bank sebesar 30% dari modal (*vostro account*). Berbagai langkah yang dilakukan BI tersebut masih tergolong ke dalam CFM tanpa diskriminasi atau kebijakan *macroprudentials* dan belum masuk ke golongan *capital control*. Hal ini disebabkan berbagai kebijakan tersebut diberlakukan tanpa diskriminasi terhadap non-residen.

Secara umum, Indonesia berikutan beberapa negara EM market lainnya memang tidak hanya menghadapi trilema pada level strategis namun juga menghadapinya pada level taktis (Agung, 2010). *Tactical trilema* terjadi manakala di satu sisi dilakukan kebijakan intervensi valas sekaligus akumulasi cadangan devisa untuk mengurangi tekanan apresiasi nilai tukar, kemudian kebijakan ini diikuti oleh kebijakan sterilisasi untuk mengelola likuiditas. Kebijakan ini pada gilirannya meningkatkan biaya yang ditanggung oleh bank sentral sehingga mengakibatkan pemburukan neraca bank sentral (Grafik 3.4). Dalam konteks ini, *macroprudential measures* atau CFM dapat sangat membantu mengatasi permasalahan tersebut karena dengan adanya *macroprudential measures* diperlukan lebih sedikit intervensi dalam mengatasi tekanan apresiasi nilai tukar. Hal ini pada akhirnya



Grafik 3.4.
Tactical Trilema

juga mengurangi tekanan terhadap neraca bank sentral.

Dengan bantuan kebijakan makroprudential dalam bentuk digunakannya *a wide range of instrument* untuk mengelola aliran modal masuk, pada gilirannya mengakibatkan penggunaan suku bunga sebagai instrumen untuk mengarahkan ekspektasi inflasi menjadi lebih bebas/independen, sehingga memberikan ruang bagi bank sentral untuk dapat mencapai tujuan utamanya yakni mengendalikan inflasi.

3.3.2 Berbagai Kebijakan BI dalam Pengelolaan Aliran Modal Asing dan Nilai Tukar

Berkenaan dengan upaya menjaga stabilitas nilai tukar tersebut, perekonomian Indonesia dalam periode paska krisis global 2008 sempat menghadapi tekanan apresiasi rupiah cukup kuat. Apresiasi rupiah akibat derasnya aliran masuk modal asing di tengah menguatnya permintaan domestik pada gilirannya akan memberikan tekanan pada neraca transaksi berjalan. Laju apresiasi rupiah yang terlalu cepat berpotensi melemahkan daya saing ekspor sehingga akan menurunkan permintaan luar negeri terhadap barang ekspor, sekaligus meningkatkan impor disaat

ekonomi domestik sedang berada pada fase ekspansi. Kombinasi pelemahan ekspor dan peningkatan impor pada gilirannya dapat menggerus keseimbangan eksternal, di mana secara net apresiasi Rupiah akan menyebabkan *net export* berkurang sehingga *current account* pada neraca pembayaran akan mengalami defisit. Percepatan apresiasi rupiah dapat mengarahkan transaksi berjalan beralih menjadi defisit lebih awal dan dalam skala besar (*large and sudden current account adjustment*). Hal tersebut berpotensi memicu instabilitas makro karena nilai tukar rupiah justru kemudian dapat berbalik mengalami depresiasi tajam sebagai mekanisme koreksi terhadap defisit transaksi berjalan yang terjadi.

Akselerasi apresiasi rupiah yang berkelanjutan dan cepat terutama akibat terlalu besarnya peran investasi portofolio dalam komposisi arus modal masuk juga berimplikasi pada kondisi '*unsustainable current account*' apabila transaksi berjalan beralih menjadi defisit. Hal demikian menimbang bahwa transaksi berjalan yang menuju defisit dapat *sustainable* sepanjang ditopang oleh arus modal yang berlanjut dan tahan lama. Oleh karena itu, apabila defisit transaksi tidak dapat dihindarkan, diperlukan suatu kebijakan struktural di sektor riil untuk mendorong arus modal yang berjangka panjang (*sustainable capital inflow*) terutama dalam bentuk penanaman modal langsung. Melihat dari analisa historis transaksi berjalan kuatnya permintaan domestik dan berlanjutnya apresiasi rupiah akan semakin mengakselerasi impor dan berpotensi mengganggu keseimbangan eksternal. Berdasarkan perkembangan terakhir, impor non migas terindikasi naik tajam, sementara ekspor non migas relatif stabil dalam tren meningkat sehingga surplus neraca perdagangan non migas terus berkurang. Hal ini menjadi indikasi yang perlu dicermati bahwa periode *surplus reversal* pada transaksi berjalan sering ditandai dengan menipisnya neraca perdagangan non migas.

Di sisi lain, kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia adalah menahan laju apresiasi nilai tukar rupiah dengan cara melakukan intervensi valas (pembelian dollar AS). Selanjutnya intervensi valas tersebut turut menambah akumulasi jumlah cadangan devisa. Tambahan likuiditas rupiah dalam negeri akibat intervensi valas oleh Bank Indonesia tersebut harus diserap oleh Bank Indonesia untuk mencegah excess balance uang beredar yang bersifat inflatoir melalui peningkatan instrument Operasi Moneter, sehingga peningkatan cadangan devisa tersebut diikuti oleh peningkatan posisi instrument Operasi Moneter. Peningkatan jumlah kewajiban moneter tersebut selanjutnya akan menambah beban operasi moneter Bank Indonesia.

Mengingat kompleksitas yang dihadapi jika hanya mengandalkan intervensi, maka kebijakan stabilisasi nilai tukar dilengkapi dengan penerapan kebijakan makroprudensial dalam pengelolaan arus modal. Selama tahun 2010, kebijakan yang diterapkan antara lain dengan pengenaan *one month holding period* terhadap kepemilikan SBI. Bank Indonesia juga mengeluarkan *term deposit* sebagai upaya untuk mengelola pergerakan portofolio investor asing pada instrumen moneter. Sejauh ini, kebijakan tersebut mampu meminimalkan volatilitas nilai tukar dan pergerakan portofolio asing pada instrumen moneter. Sementara itu, Bank Indonesia juga telah menetapkan beberapa kebijakan makroprudensial lain yang diberlakukan pada tahun 2011 yaitu pembatasan Posisi Saldo Harian PLN Jangka Pendek Bank, peningkatan GWM valuta asing secara bertahap, dan kebijakan *six month holding period* (6MHP)

(a) Kebijakan Nilai Tukar

Kebijakan stabilisasi nilai tukar dan pengelolaan lalu lintas modal ditujukan untuk menjaga stabilitas eksternal dan internal. Di tengah derasnya arus masuk modal asing dan tekanan apresiasi, kebijakan stabilisasi nilai tukar diarahkan

untuk meminimalkan volatilitas nilai tukar agar konsisten dengan pertumbuhan dan perkembangan makroekonomi khususnya dalam upaya pengendalian dan stabilisasi harga. Kebijakan stabilisasi nilai tukar tersebut sekaligus merupakan antisipasi terhadap pembalikan modal dengan menjaga cadangan devisa pada level yang memadai untuk memenuhi impor, kewajiban valuta asing serta sebagai *self insurance*.

Untuk menahan laju apresiasi rupiah yang berlebihan, Bank Indonesia melakukan kebijakan intervensi secara terukur di pasar valuta asing. Upaya stabilisasi nilai tukar tersebut dilakukan secara *symmetric* dengan mengakomodir nilai tukar yang lebih fleksibel dan tetap memerhatikan tren nilai tukar negara-negara kawasan agar daya saing rupiah tetap terjaga. Dengan demikian, pergerakan rupiah diupayakan sedemikian rupa agar tidak mengalami *overshooting* dan tidak terlalu fluktuatif serta tidak menimbulkan dampak yang berlebihan terhadap pasokan likuiditas domestik.

Di samping itu, Bank Indonesia juga melakukan penyempurnaan kegiatan pemantauan transaksi valuta asing dan pinjaman luar negeri yang dilakukan oleh perusahaan bukan bank untuk mendukung perumusan respons kebijakan nilai tukar yang lebih antisipatif dan responsif.^{48,49} Penerapan kebijakan tersebut didasarkan pada beberapa pertimbangan yaitu konsistensi antara pergerakan nilai tukar dengan sasaran makro serta dampak dari akses likuiditas sebagai akibat dari stabilisasi nilai tukar terhadap operasi moneter.

(b) Month Holding Period (OMHP) SBI

Meski pembiayaan ekonomi Indonesia masih membutuhkan dukungan modal asing, mayoritas modal asing yang masuk ke pasar domestik masih

48 PBI No.12/16/PBI/2010 tentang Sistem Monitoring Transaksi Valuta Asing Terhadap Rupiah.

49 PBI No.12/1/PBI/ 2010 tentang Pinjaman Luar Negeri Perusahaan Bukan Bank.

berorientasi jangka pendek. Preferensi asing terhadap instrumen SBI sangat tinggi mengingat pasar instrumen tersebut yang sangat likuid. Meningkatnya penempatan dana asing pada instrumen SBI sejalan dengan kondisi eksekutif likuiditas global di tengah belum memadainya fungsi intermediasi ke sektor riil serta masih terbatasnya instrumen keuangan yang dapat digunakan sebagai instrumen pengelolaan likuiditas bank. Sementara itu, tingginya porsi asing serta fluktuasi aliran modal asing pada instrumen SBI berpotensi meningkatkan volatilitas nilai tukar yang dikhawatirkan akan mengganggu pencapaian keseimbangan perekonomian (*internal and external balance*) dan menghambat kesinambungan perekonomian dalam jangka menengah-panjang.

Untuk mengatasi masalah tersebut, Bank Indonesia melengkapi kebijakan pengelolaan arus modal asing dengan kebijakan makroprudensial dalam bentuk OMHP. Pergerakan investasi portofolio pada instrumen moneter jangka pendek berpotensi meningkatkan volatilitas nilai tukar. Untuk memitigasi risiko tersebut Bank Indonesia menerapkan kebijakan OMHP yang mewajibkan pembeli SBI, baik di pasar primer maupun di pasar sekunder, memegang kepemilikan SBI yang dimilikinya selama minimal 1 bulan (28 hari). Selama periode tersebut, pemilik SBI tidak diperbolehkan melepas kepemilikan SBI-nya baik secara *outright* maupun *repo* kepada pihak lain, kecuali *repo* kepada Bank Indonesia. Kebijakan ini diberlakukan baik kepada pemilik SBI residen maupun non-residen dan dimaksudkan agar kepemilikan SBI maupun transaksinya di pasar sekunder dapat lebih berjangka panjang sehingga mendukung pendalaman pasar uang domestik dan efektivitas manajemen moneter. Untuk pemenuhan kebutuhan likuiditas jangka pendeknya, bank pemilik SBI dapat memenuhinya dengan melakukan transaksi *repo* kepada Bank Indonesia. Kebijakan ini mulai berlaku pada tanggal 7 Juli 2010.

Kebijakan OMHP terhadap pembelian SBI berhasil mengurangi volatilitas nilai tukar. Selama

triwulan II 2010 (sebelum implementasi OMHP), volatilitas nilai tukar mencapai 7,52% (*annualized*) sementara pada triwulan II dan III (pasca implementasi OMHP) volatilitas nilai tukar masing-masing menjadi 3,48% dan 2,88% (*annualized*).

Seiring dengan masih derasnya *capital inflow* ke instrumen SBI maka kebijakan OMHP ditingkatkan menjadi 6MHP. Dengan demikian, pembeli SBI baik di pasar primer maupun di pasar sekunder wajib menahan SBI yang dimilikinya selama minimal 6 bulan. Dengan adanya 6MHP, SBI 3 dan 6 bulan praktis harus dipegang hingga jatuh tempo (*Hold To Maturity*), sementara untuk SBI 9 bulan, di pasar primer harus di hold oleh bank selama 6 bulan untuk kemudian baru bisa didapatkan oleh non bank yang kemudian juga harus di hold selama sisa 3 bulan (*s.d. maturity*).

Kebijakan 6MHP ini merupakan upaya untuk 'putting sand in the wheel' yakni sebuah upaya untuk mengurangi gejolak reversal (*large and sudden outflow*) yang dapat terjadi ketika terdapat sentimen negatif terhadap Indonesia secara spesifik maupun EM secara umum.

(c) Term Deposit Rupiah

Pada Juli 2010, Bank Indonesia memperkenalkan instrumen *term deposit* rupiah untuk mengelola likuiditas secara lebih permanen sekaligus mengelola pergerakan investasi portofolio dalam instrumen moneter. Salah satu sumber eksekutif likuiditas perbankan adalah tingginya aliran modal asing pada instrumen berjangka pendek. Oleh karena itu, diperlukan instrumen moneter *non marketable securities* yang mampu menyerap likuiditas secara lebih permanen. Instrumen moneter tersebut adalah *term deposit*, khususnya dengan tenor di atas 6 bulan. Instrumen ini telah banyak digunakan di negara lain (seperti Malaysia dan Korea) untuk mengelola pergerakan investasi portofolio dalam instrumen moneter. Di samping itu, dengan semakin besarnya porsi *term deposit* dalam OPT maka

fluktuasi nilai tukar yang timbul akibat tingginya aktivitas investasi portofolio pada instrumen moneter yang bersifat *marketable securities* seperti SBI semakin berkurang.

Penyediaan fasilitas *term deposit* dilakukan secara bertahap untuk mempermudah perbankan melakukan proses adaptasi dalam manajemen likuiditas. Selama tahun 2010, volume instrumen *term deposit* cenderung berfluktuasi dan dipengaruhi oleh preferensi bank dalam menyikapi kebijakan BI serta siklus ekonomi yang memengaruhi pergerakan suku bunga pasar uang. Pada September 2010, volume instrumen *term deposit* dengan tenor kurang dari 1 bulan mengalami peningkatan. Hal tersebut antara lain disebabkan antisipasi yang dilakukan perbankan terhadap rencana perubahan GWM primer pada November. Sejak Oktober, Bank Indonesia mulai menurunkan target lelang SBI bersamaan dengan pembukaan lelang *term deposit* dengan tenor 1 dan 2 bulan. Pada periode berikutnya, penurunan target lelang SBI diikuti dengan lelang *term deposit* dengan tenor 2 dan 3 bulan.

(d) Pembatasan Posisi Saldo Harian Pinjaman Luar Negeri Jangka Pendek Bank

Seiring dengan peningkatan arus masuk modal asing, kondisi likuiditas valuta asing perbankan meningkat cukup tinggi yang antara lain disebabkan peningkatan PLN jangka pendek termasuk rekening giro (*vostro*) dan instrumen keuangan luar negeri jangka pendek. Selain itu, kondisi ekonomi dan sistem keuangan yang semakin baik menyebabkan kondisi likuiditas perbankan kembali normal. Hal tersebut disertai dengan peningkatan PLN bank yang cukup pesat yang sebagian besar memiliki komposisi jangka pendek. Kondisi tersebut dikhawatirkan akan meningkatkan kerentanan terhadap stabilitas moneter dan sistem keuangan.

Untuk memitigasi risiko tersebut, Bank Indonesia memandang perlu untuk menerapkan kembali batasan posisi saldo harian PLN jangka pendek bank. Pada tahun 2008, Bank Indonesia telah mencabut aturan pembatasan PLN jangka pendek. Seiring dengan meningkatnya risiko pembalikan arus modal asing, maka Bank Indonesia memandang perlu untuk melakukan normalisasi kebijakan pembatasan posisi saldo harian PLN jangka pendek bank. Kebijakan tersebut ditujukan sebagai penerapan prinsip kehati-hatian dalam mengelola PLN jangka pendek bank serta mendorong PLN bank ke arah jangka panjang. Melalui kebijakan tersebut, posisi harian pinjaman luar negeri jangka pendek bank dibatasi menjadi sebesar maksimal 30% dari modal bank. Kebijakan tersebut akan efektif paling lambat akhir Januari 2011 dengan masa transisi selama 3 (tiga) bulan.

Bank Indonesia juga mencabut ketentuan mengenai penyediaan pasokan valuta asing bagi perusahaan domestik. Sejalan dengan pulihnya kepercayaan masyarakat serta membaiknya persepsi risiko investor terhadap perekonomian Indonesia, kondisi pasar valuta asing kembali ke kondisi normal. Hal ini ditandai oleh peningkatan aktivitas serta terbentuknya keseimbangan antara pasokan dan permintaan valuta asing. Oleh karena itu, diyakini bahwa kebutuhan likuiditas perusahaan dapat dipenuhi dari pasar valuta asing dalam negeri. Dengan pertimbangan tersebut, Bank Indonesia memandang bahwa ketentuan yang mewajibkan bank untuk menyediakan valuta asing bagi perusahaan domestik tidak diperlukan lagi. Pelaksanaan ketentuan tersebut akan berlaku efektif pada akhir Januari 2011.

(e) GWM Valuta Asing

Kenaikan likuiditas perbankan yang bersumber dari arus modal asing jangka pendek memunculkan risiko penarikan valuta asing baik untuk kebutuhan transaksi maupun kebutuhan

lainnya. Tingginya arus masuk modal asing menyebabkan kondisi perbankan menjadi sangat likuid baik dalam rupiah maupun valuta asing. Namun, modal asing yang masuk tersebut terutama dalam bentuk investasi portofolio yang cenderung fluktuatif dan berpotensi meningkatkan volatilitas nilai tukar. Kondisi tersebut pada akhirnya meningkatkan risiko perbankan, khususnya jika terjadi penarikan likuiditas valuta asing dalam jumlah yang cukup besar. Untuk itu, perbankan perlu memperkuat manajemen pengelolaan likuiditas valuta asing.

Bank Indonesia mendorong peningkatan manajemen likuiditas perbankan melalui penyesuaian GWM valuta asing. Kebijakan tersebut ditujukan untuk memperkuat pengelolaan likuiditas perbankan untuk mengantisipasi peningkatan kebutuhan valuta asing khususnya berkaitan dengan karakteristik modal asing dalam bentuk portofolio yang cenderung fluktuatif. Pada akhirnya implementasi GWM valuta asing diharapkan dapat meminimalisir volatilitas nilai tukar. Penyesuaian GWM valuta asing juga didasarkan pada fakta bahwa kondisi pasar valuta asing yang sudah kembali normal sementara level GWM valuta asing saat ini, yaitu sebesar 1%, merupakan level terendah di kawasan dan dikhawatirkan tidak cukup untuk merespons terjadinya *shock* pada perekonomian.⁵⁰

Peningkatan GWM valuta asing dilakukan secara bertahap yaitu menjadi 5% pada Maret 2011 dan menjadi 8% pada Juni 2011. Penerapan kenaikan GWM valuta asing secara bertahap dimaksudkan untuk memberikan waktu yang cukup bagi perbankan untuk menyesuaikan pengelolaan likuiditas valuta asingnya. Dalam kondisi likuiditas valuta asing yang melimpah, kenaikan GWM valuta asing diperkirakan dapat dipenuhi baik dengan memanfaatkan kelebihan likuiditas valuta asing maupun rupiah. Di samping itu, kebijakan tersebut

diperkirakan berdampak minimal terhadap biaya dana sehingga tidak akan mengganggu intermediasi perbankan.

(f) Kerjasama Bank Sentral Lintas Negara

Bank Indonesia juga meningkatkan kerjasama antar bank sentral sebagai upaya memperkuat posisi likuiditas valuta asing. Tujuan kerjasama tersebut antara lain untuk mengatasi permasalahan neraca pembayaran dan likuiditas jangka pendek di kawasan serta melengkapi kerjasama keuangan internasional yang telah ada. Salah satu bentuk kerjasama tersebut adalah implementasi perjanjian Chiang Mai Inisiatif Multilateralisasi (CMIM) antar negara-negara anggota ASEAN+3 yang efektif berlaku pada 24 Maret 2010. Perjanjian CMIM - sebesar 120 miliar dolar AS - merupakan perjanjian swap multilateral. Melalui perjanjian ini memungkinkan setiap anggota CMIM untuk melakukan swap mata uang lokal dengan dolar AS maksimum sejumlah kontribusi negara tersebut dikalikan dengan angka pengganda.

Bersamaan dengan implementasi perjanjian CMIM, untuk meningkatkan pengamanan terhadap risiko dan tantangan ekonomi global, negara-negara anggota ASEAN+3 berkomitmen untuk bersama-sama mendirikan surveillance unit kawasan yang bersifat independen. Selain itu, sebagai kelanjutan dari implementasi kerjasama Bilateral Currency Swap Arrangement (BCSA) dengan People's Bank of China yang disepakati pada tahun 2009, Bank Indonesia menerbitkan aturan yang terkait dengan mekanisme pelaksanaan perjanjian tersebut. Dengan diimplementasikannya kerjasama BCSA, ketersediaan valuta asing terutama untuk mendukung transaksi kegiatan ekonomi di sektor riil dapat lebih terjamin. Hal tersebut pada gilirannya berkontribusi positif bagi upaya menjaga dan memelihara kestabilan nilai tukar rupiah.

⁵⁰ Salah satu kebijakan Bank Indonesia pada saat krisis finansial global 2008 adalah penurunan GWM valuta asing dari 3% menjadi 1%, antara lain untuk mengurangi keketatan likuiditas valuta asing pada saat itu.

Benchmark Path Nilai Tukar

Dapat disimpulkan bahwa peranan nilai tukar dalam flexible ITF telah bergeser dari yang semula sebagai *shock absorber* murni menjadi berperan lebih besar untuk membantu pencapaian tujuan utama yakni tercapainya target inflasi. Dengan demikian, untuk memaksimalkan peran tersebut dibutuhkan benchmark path nilai tukar tertentu yang dianggap sesuai dengan kondisi fundamental ekonomi. Untuk menentukan hal tersebut Bank Indonesia menggunakan berbagai model dan metodologi dalam upaya menentukan path nilai tukar yang tepat. Selain berdasarkan model, peran *professional judgment* dalam penentuan path nilai tukar ke depan juga merupakan hal yang penting.

Model dan Metodologi

Dalam menentukan path nilai tukar Bank Indonesia mempertimbangkan hasil berbagai model (*a suit of models*). Beberapa model yang digunakan merupakan model yang didasarkan kepada teori Purchasing Power Parity (PPP) dan nilai tukar riil. Sebagaimana diketahui, **dalam teori paritas daya beli (PPP) versi tradisional nilai tukar ditentukan dari interaksi perdagangan internasional (sisi transaksi berjalan dalam NPI)**. Dengan demikian, saat harga domestik lebih tinggi dari harga internasional (atau $P = e P^*$) maka akan terjadi mekanisme penyesuaian melalui arbitrage untuk

perekonomian yang relatif besar, sementara untuk perekonomian yang kecil maka akan terjadi penyesuaian berupa turunnya harga domestik bila NT pegged atau bila NT fleksibel NT akan terdepresiasi sehingga harga produk asing juga menjadi lebih mahal.

Menurut teori paritas daya beli (PPP) versi modern nilai tukar juga ditentukan dari aliran modal internasional (*capital mobility*) seperti yang tercermin dalam Transaksi Modal dan Finansial (TMF) dalam NPI. Dalam perspektif ini, NT merupakan sebuah aset sehingga penentuan NT selain tergantung pada harga umum (misal inflasi IHK) juga ditentukan oleh suku bunga (Uncovered Interest Rate Parity).

Teori PPP dan equilibrium real exchange rate merupakan fenomena jangka panjang yang bermanfaat untuk memberikan 'benchmark' jangka panjang equilibrium nilai tukar, untuk mengukur misalignment dan daya saing. Selain itu, juga merupakan dasar bagi berbagai teori nilai tukar lainnya. Berangkat dari dasar teori tersebut dikembangkan beberapa metode untuk menentukan kecenderungan jangka menengah-panjang dari nilai tukar sbb:

Pendekatan teori PPP & REER

Dari teori PPP tersebut munculah konsep nilai tukar riil atau REER yang merupakan tingkat nilai tukar riil yang efektif mempengaruhi

hubungan (perdagangan) ekonomi suatu negara dengan negara-negara mitra dagang utamanya. Persamaan REER⁵¹ dapat diilustrasikan sbb:

$$REER = \sum W_j [\Delta S_j (\Pi_j^* - \Pi_j)]$$

Dimana W adalah bobot perdagangan bilateral, S adalah nilai tukar nominal bilateral dan Π adalah inflasi. Dengan konsep ini, secara sederhana indeks REER =100 dapat dianggap sebagai nilai tukar fundamental. Dengan demikian deviasi dari REER =100 dianggap menunjukkan terjadinya *misalignment* nilai tukar. Walaupun demikian, dalam prakteknya REER hanya merupakan salah satu metode sederhana untuk menentukan *misalignment*. Kenyataannya misalignment tidak bisa semata-mata dilihat dari apakah nilai REER tersebut tidak sama dengan 100, tapi juga harus mempertimbangkan (tren) pergerakan REER negara-negara lainnya.

Pada dasarnya REER menghasilkan kecenderungan jangka panjang nilai tukar ke tingkat PPP, sementara itu dalam jangka pendek persamaan real exchange rate menjadi sbb:

$$qt = \alpha + \rho qt-1 + \varepsilon \quad \text{dengan } 0 < \rho < 1$$

Selama $0 < \rho < 1$ maka kejutan jangka pendek dalam ε akan diikuti penyesuaian real exchange rate (q) sehingga nilai tukar kembali kepada tingkat PPP.

Pendekatan Struktural Ekonomi Makro (FEER)

Pendekatan struktural ekonomi makro yang juga dinamakan Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER) digunakan untuk

mengukur tingkat nilai tukar pada keseimbangan internal (full employment atau output gap mendekati nol, inflasi rendah) dan keseimbangan eksternal (saving-investment gap pada kondisi normal). Dengan kata lain, sebagaimana diungkapkan oleh Cline dan Williamson (2010), FEER didefinisikan sebagai nilai tukar yang diekspektasikan untuk seterusnya tetap *sustainable* dengan didasarkan pada pertimbangan kebijakan yang diterapkan sekarang. Untuk itu model FEER seharusnya menghasilkan nilai tukar yang akan menghasilkan transaksi berjalan (CA) surplus atau deficit yang sesuai dengan capital flow yang akan masuk ke sebuah negara pada siklus tertentu. Rumus FEER sebagaimana dikemukakan Wren-Lewis (1992) adalah sbb:

$$CA = f(Y, Y^*, I, FEER)$$

Pendekatan Reduced Form

Pendekatan reduced-form mengukur nilai tukar fundamental dari beberapa persamaan penting jangka menengah-panjang yang mencerminkan faktor-faktor pokok yang berpengaruh terhadap nilai tukar seperti (a) Posisi perdagangan Negara tersebut dalam pasar dunia (Terms of Trade, Economic Openness, Tariff, dll); (b) Faktor produktivitas tradable dan non-tradable dan (c) Capital Flows (NFA). Contoh model antara lain Behavioural Effective Exchange Rate (BEER) sebagaimana dikemukakan oleh Clark and Macdonald (1999) dan Natural Real Exchange Rate (NATREX) sebagaimana diuraikan oleh Stein (1999).

$$BEER = f(TOT, TNT, NFA)$$

51 Dapat juga dituliskan dalam bentuk sbb:

$$REER = \prod_i^N \left[\left(\frac{S_i}{S_0} \right) \left(\frac{\pi_i / \pi_i^*}{\pi_0 / \pi_0^*} \right) \right]^{W_i}$$

Pendekatan yang Dipilih untuk Menentukan Path NT

Untuk menentukan path nilai tukar yang akan dipilih, berbagai perkiraan path nilai tukar yang dihasilkan kemudian diintegrasikan dengan dengan model makroekonomi yang lebih lengkap untuk melihat bagaimana proyeksi inflasi yang dihasilkan setelah memasukkan pula interaksi dengan berbagai variabel lainnya. Dalam menentukan path nilai tukar yang akan dipilih, selain mempertimbangkan tujuan utama yakni pencapaian target inflasi, juga dipertimbangkan pencapaian sasaran makro ekonomi lainnya khususnya pertumbuhan ekonomi.

Penguatan Kerangka Integrasi Stabilitas Moneter Dengan Stabilitas Sistem Keuangan

4.1 Perilaku Sektor Keuangan dan Efektivitas Kebijakan Moneter

4.1.1 Prosiklikalitas Perilaku Sektor Keuangan

Peran sektor keuangan sangat menentukan stabilitas makroekonomi mengingat perilakunya cenderung menciptakan prosiklikalitas yang berlebihan. Prosiklikalitas adalah perilaku sistem keuangan yang mendorong perekonomian tumbuh lebih cepat ketika ekspansi dan memperlemah perekonomian ketika siklus kontraksi. Dengan perilakunya yang prosiklikal, sistem keuangan meningkatkan ketidakstabilan makroekonomi dengan menciptakan fluktuasi output.

Perilaku prosiklikalitas sektor keuangan secara inherent dapat muncul karena beberapa faktor. *Pertama*, adanya informasi yang asimetri di pasar keuangan yang mendorong terjadinya '*financial accelerator*'. Dengan karakteristik pasar seperti itu, ketika perekonomian mengalami kontraksi dan nilai kolateral turun, maka perusahaan berkualitas baik dengan proyek yang menguntungkanpun akan sulit mendapatkan kredit. Sebaliknya, ketika perekonomian membaik dan nilai kolateral naik, maka perusahaan ini kembali

mendapatkan akses ke bank sehingga menambah stimulus pada perekonomian. Walaupun *financial accelerator* merupakan mekanisme utama dari terjadinya prosiklikalitas, respon pelaku pasar yang tidak proporsional dalam menilai risiko juga turut memperparah prosiklikalitas (Borio et al., 2002).

Oleh sebab itu, prosiklikalitas bukan hanya merupakan hasil interaksi antara siklus bisnis (*business cycle*) dan siklus keuangan (*financial cycle*), namun juga dipengaruhi oleh siklus perilaku terhadap risiko (*risk-taking cycle*), yaitu perilaku yang ditandai oleh optimisme yang berlebihan ketika siklus ekonomi membaik dan pesimisme yang berlebihan ketika siklus ekonomi memburuk (Nijathaworn, 2009). Siklus bisnis ditandai oleh fase ekspansi ketika perekonomian mengalami fase pertumbuhan dan fase kontraksi ketika perekonomian mengalami fase pelemahan. Siklus keuangan ditandai oleh perilaku perbankan yang lebih ekspansif dengan peningkatan *leverage* sejalan dengan fase ekspansi pada siklus bisnis. Sebaliknya, perilaku perbankan menjadi lebih konservatif dengan *deleveraging* sejalan dengan fase kontraksi pada siklus bisnis. Interaksi antara siklus bisnis dan siklus keuangan ini ditentukan oleh perilaku dari agen ekonomi terhadap risiko yang juga

dipengaruhi oleh ekspektasi terhadap perekonomian ke depan, persepsi risiko, regulasi, dan insentif. Perubahan terhadap risiko ini yang menjelaskan mengapa perilaku investor dapat berubah secara drastis dari sangat optimis ketika risiko rendah menjadi sangat pesimis dengan menghindari risiko. Perubahan terhadap pengambilan risiko ini mendasari perubahan yang terjadi secara tiba-tiba dari aktifitas di sistem keuangan dan aktifitas perekonomian.

Interaksi dari ketiga siklus yang bergerak dengan arah yang sama dan saling memperkuat tersebut yang membentuk prosiklikalitas sektor keuangan (Tabel 4.1). Interaksi ketiganya dapat digambarkan secara tipikal dalam konteks siklus *boom-bust*. Pada awalnya, ketika perekonomian bergerak dalam fase ekspansi yang ditandai oleh stabilitas makroekonomi dan pertumbuhan meningkat, keyakinan investor meningkatkan optimisme dalam melihat perekonomian. Hal ini mendorong perilaku yang cenderung mengambil risiko tinggi, yang mendorong kenaikan permintaan kredit dan harga aset.

Dalam periode yang optimis ini, risiko di sektor keuangan turun, spread suku bunga kredit turun, dan penyisihan aktiva berisiko berkurang

karena bank lebih melihat perspektif jangka pendek daripada perspektif jangka panjang. Kenaikan harga aset menyebabkan meningkatnya nilai kolateral sehingga mendorong peningkatan penyaluran kredit. Hal ini semakin mendorong keyakinan pelaku pasar dan memperbesar pengambilan risiko yang terefleksi pada meningkatnya leverage. Meningkatnya penyaluran kredit mendorong perusahaan untuk meningkatkan investasi dan rumah tangga untuk lebih banyak melakukan konsumsi sehingga semakin mendorong pertumbuhan ekonomi. **Sebaliknya, ketika keyakinan terhadap perekonomian turun, perilaku investor berubah menjadi menghindari risiko.** Dampaknya adalah harga aset turun, sehingga nilai kolateral jatuh. Bank merespon dengan “deleveraging”, menggeser portfolionya dari kredit yang berisiko tinggi kepada aset yang berisiko rendah, seperti SBI dan SUN, untuk menjaga kecukupan modalnya. Penyisihan cadangan juga ditingkatkan untuk mengantisipasi memburuknya kualitas kredit. Kondisi ini menurunkan penyaluran kredit yang pada gilirannya akan semakin memperburuk perekonomian.

Kedua, prosiklikalitas juga bisa terjadi sejalan dengan karakteristik regulasi di sektor keuangan yang secara inherent bersifat prosiklikal. Misalnya,

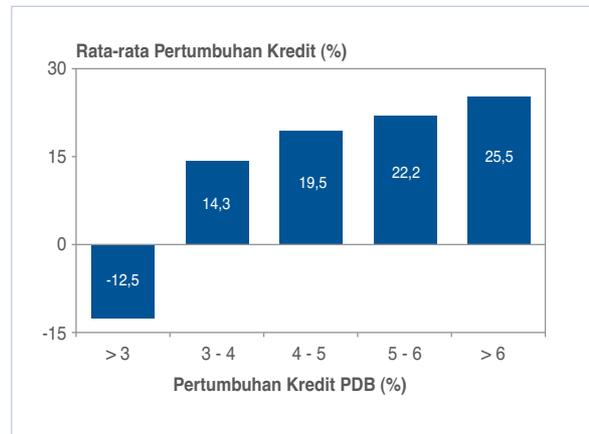
Tabel 4.1.
Interaksi antara Siklus Bisnis, Perilaku Terhadap Risiko dan Siklus Keuangan

	Siklus Bisnis	Siklus Perilaku Risiko	Siklus Keuangan
Fase Ekspansi	<ul style="list-style-type: none"> - Stabilitas makroekonomi - Pertumbuhan ekonomi naik 	<ul style="list-style-type: none"> - Meningkatnya keyakinan dan optimisme - Meningkatnya perilaku ambil risiko - Permintaan terhadap kredit meningkat 	<ul style="list-style-type: none"> - Penilaian risiko turun, spread suku bunga turun - Harga aset naik mendorong nilai kolateral - Leverage meningkat - Arus modal masuk asing meningkat - Penyaluran kredit naik
Fase Kontraksi	<ul style="list-style-type: none"> - Meningkatnya volatilitas makro - Menurunnya aktifitas perekonomian 	<ul style="list-style-type: none"> - Menurunnya keyakinan pelaku pasar - Risk averse - Permintaan kredit menurun 	<ul style="list-style-type: none"> - Bank melakukan deleveraging - Loan loss provision naik - Spread suku bunga naik - Penyaluran kredit turun - Arus modal masuk menurun

Sumber: Nijathaworn (2010), diedit.

aturan permodalan dan pencadangan risiko (provisi) yang menetapkan persyaratan yang lebih lunak kepada perbankan dalam situasi ekonomi yang membaik atau dalam fase ekspansif. Salah satu aturan di sektor perbankan yang dianggap bersifat prosiklikal adalah Basel II. Secara khusus, Basel II dimaksudkan untuk memperkuat manajemen risiko bank. Namun, ia memiliki dampak prosiklikal karena kerangka Basel II secara tidak langsung mendorong bank untuk tidak memupuk modal lebih ketika kondisi bank dan perekonomian sedang membaik, dan sebaliknya meningkatkan modal ketika kondisi memburuk. Dengan demikian, jika terjadi krisis suatu bank di satu sisi berkewajiban untuk meningkatkan rasio modal mereka, namun mereka terpaksa meminjam dana dalam kapasitas terbatas. Hal tersebut dapat memperburuk kondisi bank lebih lanjut. Selain itu, *Internal Rating Based* (IRB) dalam Basel II membuat persyaratan modal dengan perkiraan bank atas kemungkinan gagal bayar (*default*) dari pinjaman yang diberikan serta kerugian terkait, yang keduanya cenderung meningkat selama periode krisis. Hal ini secara substansial bisa memperparah dampak krisis pada suplai kredit bank dan pada perekonomian secara keseluruhan.

Selain itu, **standar akunting juga ditengarai turut memicu prosiklikalitas**. Dengan standar akunting yang menilai komponen neraca bank berdasarkan pada nilai pasar atau pendekatan *market value* maka dalam situasi perekonomian yang membaik nilai aset atau kinerja suatu bank juga dinilai membaik, sehingga bank tidak perlu mempunyai modal atau pencadangan risiko yang tinggi. Dalam situasi tersebut bank juga akan cenderung melakukan kegiatan yang ekspansif. Namun sebaliknya, dalam hal terjadi krisis atau fase kontraktif maka nilai aset bank akan jatuh sementara bank tidak bisa menggunakan modal atau pencadangan risikonya dengan segera untuk mempertahankan kondisi neracanya. Hal tersebut menyebabkan pemburukan kondisi bank lebih lanjut dan berpotensi menimbulkan risiko sistemik di sektor perbankan.



Grafik 4.1. Hubungan antara Rata-Rata Kredit dan PDB (1990-2010)

Untuk kasus Indonesia, fenomena prosiklikalitas sektor keuangan dapat dicermati dari perkembangan kredit perbankan dalam periode ekspansi dan kontraksi.⁵² Dengan memperhatikan hubungan antara rata-rata pertumbuhan kredit dengan pertumbuhan ekonomi tampak bahwa semakin tinggi pertumbuhan ekonomi semakin tinggi rata-rata pertumbuhan kredit. Lebih dari itu, kredit terlihat tumbuh jauh lebih cepat dari PDB selama periode ekspansi dan tumbuh jauh lebih lambat ketika terjadi perlambatan pertumbuhan. Sebagai contoh, selama periode ekspansi, PDB tumbuh di atas 6%, pertumbuhan kredit tumbuh rata-rata 25,5%. Namun, begitu pertumbuhan ekonomi dalam fase kontraksi, ketika PDB tumbuh 3-4%, kredit hanya tumbuh secara rata-rata 14,3%. Pada kondisi ekstrim ketika pertumbuhan PDB di bawah 3%, kredit secara rata-rata tumbuh -12,3%.

Sementara itu, apabila dibandingkan dengan beberapa negara di Asia, prosiklikalitas di Indonesia relatif lebih tinggi dibandingkan dengan negara lainnya. Tabel 4.2 menunjukkan prosiklikalitas dari beberapa negara di Asia yang diukur dari koefisien korelasi antara PDB dan kredit riil.⁵³

52 Observasi menggunakan data setelah krisis 1997/1998, mengingat data sejak krisis 1997/1998 sampai dengan 2000 terdistorsi oleh kredit yang dialihkan ke BPPN.

53 Lihat Craig, et al (2005).

Tabel 4.2. Prosiklikalitas kredit riil dan PDB riil beberapa negara Asia

Negara	Koefisien Korelasi
Indonesia	0,82
Malaysia	0,51
Phillipines	0,33
Thailand	0,32
Australia	0,26
Jepang	0,48
China	0,31
Hongkong SAR	0,30

Sumber: Craig, et al (2005).
* koefisien korelasi kredit dan PDB riil.

Terdapat sejumlah **karakteristik sistem keuangan yang dapat memperparah prosiklikalitas di Indonesia**. *Pertama*, keterbatasan alternatif sumber pembiayaan non-bank. Sistem keuangan Indonesia sangat tergantung pada bank sebagai sumber pembiayaan eksternal. Keterbatasan pasar modal adalah salah satu karakteristik sistem keuangan di Asia (Roldos et al, 2004). Dibandingkan dengan negara-negara kawasan, pembiayaan yang bersumber dari luar perbankan di Indonesia relatif rendah. Dengan sistem seperti ini, apabila suplai kredit perbankan mengalami masalah, perusahaan sulit untuk mendapatkan alternatif pembiayaan, sehingga memperparah prosiklikalitas. *Kedua*, peran bank asing yang semakin signifikan dalam perekonomian Indonesia dapat meningkatkan prosiklikalitas terutama apabila bank asing tersebut merupakan kantor cabang. Kantor cabang bank asing yang eksposur kreditnya ditentukan oleh kantor pusat cenderung mengurangi portfolio kreditnya di Indonesia ketika periode *downswing* (*country risk* meningkat), dan sebaliknya menambah portfolio kredit ketika *country risk* turun sehingga menambah prosiklikalitas perekonomian. *Ketiga*, ketergantungan yang berlebihan pada kolateral dalam memitigasi risiko kredit. Kenaikan nilai kolateral pada periode ekspansi menyebabkan bank melakukan ekspansi kredit pada debitur yang beresiko tinggi. Namun, ketika perekonomian

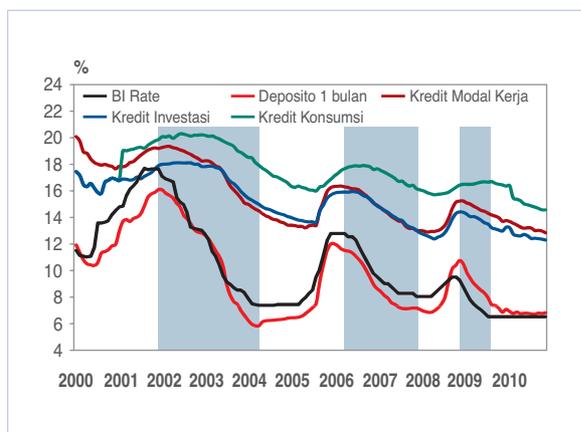
terkontraksi dan nilai kolateralnya turun menyebabkan bank menekan penyaluran kredit. *Keempat*, arus modal masuk yang umumnya prosiklikal, yaitu mengalir masuk ketika prospek ekonomi membaik dan mengalir keluar begitu prospek memburuk memperparah prosiklikalitas perekonomian Indonesia.

4.1.2 Pengaruh Perilaku Sektor Keuangan pada Efektivitas Respon Kebijakan Moneter

Kompleksitas permasalahan yang menyertai perilaku prosiklikalitas di sektor keuangan berdampak pada bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter. Mishkin (2009) mengemukakan bahwa kebijakan moneter cenderung menjadi lebih potensial di masa krisis tingkat efektifitasnya dibandingkan dengan kondisi normal, sehingga memberikan landasan untuk melakukan manajemen risiko makroekonomi untuk menghadapi masalah kontraksi perekonomian selama periode krisis. Pernyataan tersebut juga menunjukkan bahwa terdapat keterkaitan antara stabilitas moneter dengan stabilitas sektor keuangan. *"There is macrostability without financial stability"*.⁵⁴

Untuk kasus Indonesia, hasil pengamatan menunjukkan adanya ketidaksimetrisan pengaruh kebijakan moneter terkait dengan pengaruh perilaku sistem keuangan yang cenderung *procyclical* serta peran persepsi risiko dalam mempengaruhi

54 Beberapa pengamatan empiris mendukung fakta mengenai adanya keterkaitan erat antara perilaku di sektor keuangan dengan transmisi kebijakan moneter. Penelitian oleh Nier dan Zicchino (2008) mengemukakan bahwa penawaran kredit perbankan dipengaruhi oleh stance kebijakan moneter yang berinteraksi dengan tekanan pada neraca bank (*balance sheet stress*) yang ditransmisikan melalui kerugian bank. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa dampak interaksi stance kebijakan moneter dengan kerugian bank menjadi lebih kuat dalam periode krisis, dengan asumsi bahwa besaran risiko sektor keuangan semakin tinggi pada kondisi ekonomi sedang dalam kondisi krisis. Sementara itu, Borio and Zhou (2008) mengemukakan pentingnya analisis jalur pengambilan risiko (*risk taking channel*) dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter. *Risk taking channel*, berbeda dengan konsep tentang akselerator keuangan (*financial accelerator*) yang dikemukakan Bernanke dan Gertler (1999), mempengaruhi penawaran kredit oleh perbankan melalui keputusan bank untuk menyalurkan kredit berdasarkan perubahan perilaku bank dalam menghadapi risiko kredit. Terkait dengan itu, hasil penelitian empiris cukup memberikan bukti tentang keberadaan *risk taking channel* dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter.



Grafik 4.2. Perkembangan Suku Bunga dan Siklus Ekonomi

mekanisme transmisi (Bank Indonesia, 2010). Pengujian kelayakan bekerjanya hipotesis *terms structure of interest rate*⁵⁵ sejak penerapan ITF pada Juli 2005 menunjukkan bahwa dalam kondisi normal dimana perekonomian berada di siklus ekspansi, sensitivitas kebijakan moneter terhadap variabel makroekonomi agregat terlihat berjalan sesuai dengan konsep umum. Penurunan suku bunga kebijakan akan diikuti oleh penurunan suku bunga dan peningkatan penyaluran kredit. Hal ini juga sejalan dengan hipotesa tentang keberadaan *risk taking channel* dimana lembaga keuangan akan cenderung menurunkan persepsi risiko sekaligus meningkatkan toleransi standar risiko pemberian kredit.

Secara empiris, perkembangan tersebut dapat dilihat pada periode Juli 2006 hingga Juli 2007, dimana elastisitas suku bunga kredit terhadap penurunan BI rate cukup besar, yaitu sekitar 0,5. Hal ini berarti penurunan BI rate sebesar 425 bps selama periode tersebut direspons oleh penurunan suku bunga kredit sebesar 210 bps. Namun, gambaran berbeda terjadi pada saat krisis ekonomi global, dimana terjadi penurunan elastisitas suku bunga kredit terhadap BI rate. Dalam hal ini, suku bunga

⁵⁵ Menyatakan bahwa suku bunga jangka panjang merupakan rata-rata tertimbang dari suku bunga jangka pendek (future short term interest rates)

Tabel 4.3. Elastisitas Suku Bunga Kredit terhadap Perubahan BI Rate

Respons Kebijakan		Σ bulan	Elastisitas (Lag 1 - 3 bulan)
Fase Siklikal	Periode		
Ekspansi			0,37
Periode 1 (sebelum krisis)	Jul 2006 - Jul 2007	13	0,49
Periode 2 (krisis)	Nov 2008 - Agt 2009	10	0,24
Netral			0,85
Periode 1	Jan 2006 - Jun 2006	6	-0,24
Periode 2	Agt 2007 - Apr 2008	9	2,88
Periode 3	Sep 2009 - Jan 2011	17	-0,09
Kontraksi			0,73
Periode 1	Jun 2005 - Des 2005	6	0,42
Periode 2	Mei 2008 - Okt 2008	6	1,04
Seluruh Periode	Jul 2005 - Jan 2011	67	0,86

kredit perbankan dalam periode November 2008 – Agustus 2009 baru turun sekitar 72 bps atau cukup kontras dibandingkan penurunan BI Rate yang sudah mencapai 300 bps. Sementara itu, pada periode pasca krisis sejak September 2009 hingga Januari 2011 *stance* kebijakan moneter yang cukup akomodatif yang tercermin pada level BI Rate yang stabil justru direspons oleh penurunan suku bunga kredit. Hal ini tidak terlepas dari fakta bahwa dengan cukup tingginya *spread* suku bunga kredit dan BI Rate (*'implied risk premium'*) yang terpujuk pada periode sebelum krisis keuangan global, terdapat ruang penurunan *spread* tersebut dalam kondisi ekonomi yang cenderung membaik pasca krisis.

Sementara itu, pengamatan terkini mengenai perilaku risiko sektor keuangan di Indonesia menunjukkan bahwa persepsi risiko pelaku ekonomi dan tingkat risiko di sektor perbankan memiliki peran yang signifikan dalam mentransmisikan kebijakan moneter melalui jalur kredit di Indonesia (Satria dan Juhro, 2011). Dalam hal ini, variabel persepsi risiko pelaku ekonomi dan tingkat risiko di sektor perbankan saat berinteraksi dengan *stance* kebijakan moneter menyebabkan pembalikan arah dampak kebijakan moneter yang longgar. Di tengah persepsi risiko yang masih tinggi, *stance* kebijakan moneter yang longgar saat ini dapat ditangkap sebagai sinyal bagi pelaku ekonomi

di sektor perbankan bahwa kondisi perekonomian sedang menuju perkembangan yang kurang baik. Hal ini pada gilirannya dapat menyebabkan perbankan untuk menahan ekspansi kreditnya.

4.1.3 Perlu Penguatan Kerangka Stabilitas Moneter dan Stabilitas Sistem Keuangan

Salah satu perspektif kebijakan yang mengemuka dari perubahan pesat perilaku di sektor keuangan dan fenomena krisis keuangan adalah bahwa **pencapaian stabilitas makroekonomi tidak hanya terkait dengan stabilitas moneter, namun juga berinteraksi dengan stabilitas sistem keuangan**. Fakta empiris menunjukkan bahwa pencapaian pada periode *'great moderation'* 1987 sd 2007 tidak secara otomatis mengisolasi perekonomian global dari terpaan krisis yang dipicu dari kerentanan sektor keuangan.⁵⁶ Fakta tersebut bertolak belakang dengan pandangan konvensional bahwa stabilitas moneter akan mendukung stabilitas keuangan, paling tidak dalam jangka panjang. Bahkan, pendukung utama pendapat ini menganggap bahwa stabilitas moneter atau harga lebih merupakan *'sufficient condition'* dari stabilitas keuangan (Schwartz, 1995).

Pandangan bahwa stabilitas moneter tidak secara otomatis menjamin stabilitas sistem keuangan sejalan dengan preposisi *'new environment hypothesis'*, yang menyatakan bahwa **keberhasilan bank sentral dalam mengendalikan inflasi dapat memicu persepsi dan perkiraan dari pelaku pasar yang terlalu optimis terhadap perkembangan ekonomi ke depan. Persepsi yang tidak tepat tersebut menimbulkan *false sense of security* dan selanjutnya mendorong terjadinya salah perhitungan pada penilaian aset yang dapat berdampak negatif di**

masa mendatang. Borio et al. (2001) menunjukkan bahwa kombinasi dari peningkatan harga aset, pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi dan inflasi yang rendah – termasuk dalam konteks yang menyertai program stabilisasi, dapat memicu ekspektasi yang berlebihan terhadap perkembangan ekonomi di masa mendatang. Selanjutnya, ekspektasi yang terlalu optimis tersebut dapat meningkatkan aktivitas di pasar aset dan kredit secara drastis, melebihi level potensial yang berdasarkan peningkatan produktivitas, sehingga mendorong peningkatan harga aset secara signifikan dan kecenderungan *economic boom* dan tekanan inflasi.

Fakta dan pemikiran di atas berimplikasi bahwa **kausalitas di antara pencapaian stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan tidak terjadi secara otomatis**. "*There is no macrostability without financial stability*". Untuk itu, formulasi kebijakan oleh bank sentral harus mempertimbangkan peran strategis kebijakan moneter dan sistem keuangan secara bersama-sama. Dinamika yang terjadi dalam krisis keuangan menunjukkan bahwa kebijakan moneter semakin perlu diarahkan untuk mengantisipasi risiko instabilitas makroekonomi yang bersumber dari sistem keuangan. Hal tersebut mempunyai implikasi bahwa manajemen ekonomi makro yang sehat harus juga memperhitungkan stabilitas sistem keuangan sebagai fondasi perwujudan lingkungan ekonomi makro yang berkesinambungan.

Dengan perspektif kebijakan tersebut, untuk memperkuat kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan, bank sentral dituntut untuk lebih fleksibel dan kreatif dalam merespon ketidakpastian yang muncul dalam perekonomian dan berada di luar keyakinan umum. Fleksibilitas tersebut tidak hanya terkait dengan penyesuaian preferensi untuk mengendalikan inflasi dan mengelola kegiatan perekonomian secara makro di satu sisi, serta menempatkan peran stabilitas sistem keuangan di lain sisi, namun juga sangat penting

⁵⁶ Secara umum, periode *great moderation* dikaitkan dengan periode dimana gejolak (volatilitas) perekonomian minimal. Clarida (2010) mendeskripsikan periode *great moderation* sebagai periode dimana terdapat "predictable policy, low inflation, and modest business cycles".

untuk mengatasi potensi konflik atau 'trade-off' di antara pencapaian stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan itu sendiri.⁵⁷ Dalam kaitan ini, fleksibilitas pelaksanaan kebijakan antara lain dapat diterapkan dengan menggunakan instrumen tambahan (dalam hal ini instrumen makroprudensial) serta penetapan horizon waktu pencapaian sasaran inflasi yang lebih lama (misalnya jangka menengah) dalam mengakomodir stabilisasi output dalam jangka pendek. Terkait dengan langkah untuk mengatasi potensi konflik kebijakan, yang tidak kalah pentingnya adalah penetapan prioritas tujuan kebijakan, misalnya dengan menetapkan stabilitas harga sebagai tujuan kebijakan yang utama.

4.2 Integrasi Kebijakan Moneter dan Makroprudensial

4.2.1 Peran Kebijakan Makroprudensial

Urgensi atas penguatan kerangka stabilitas moneter dan sistem keuangan mensyaratkan perlunya infrastruktur keuangan yang kuat dengan fungsi pemeriksaan dan pengawasan yang memadai untuk mendukung integrasi pasar domestik pada sistem keuangan yang semakin kompleks. Dalam kaitan ini, Borio (2003) menekankan perlunya penguatan kerangka regulasi atau kebijakan 'macro-prudential' sehingga dapat membatasi risiko apabila pasar keuangan mengalami tekanan berat dalam periode yang lama, yang dapat menyebabkan anjloknya output riil dalam perekonomian.

Secara konseptual, kebijakan makroprudensial adalah instrumen regulasi prudensial yang ditujukan untuk mendorong

stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan, bukan kesehatan lembaga keuangan secara individu. Secara analogi, kebijakan mikroprudensial adalah instrumen regulasi prudensial yang ditujukan untuk menjaga kesehatan lembaga keuangan secara individu.

"Macroprudential policy seeks to develop, oversee, and deliver appropriate policy response to the financial system as a whole. It aims to enhance the resilience of the financial system and to dampen systemic risks that spread through the financial system" (The G-30). Dengan demikian, kebijakan makroprudensial digunakan untuk mencegah terjadinya siklus *boom-bust* suplai kredit dan likuiditas yang dapat menyebabkan ketidakstabilan perekonomian. Dengan peran menjaga stabilitas suplai intermediasi keuangan ini, kebijakan makroprudensial mempunyai peran yang menunjang tujuan kebijakan moneter dalam menjaga stabilitas harga dan output.

Ada dua dimensi penting dari kebijakan makroprudensial. *Pertama*, dimensi *cross-section*, yang menggeser fokus dari regulasi prudensial yang diterapkan pada individual lembaga keuangan menuju pada regulasi sistem secara keseluruhan. Sejarah krisis keuangan menunjukkan bahwa sebagian besar dari krisis keuangan yang terjadi di dunia bukanlah akibat dari masalah individual bank yang kemudian menular secara ke seluruh sistem keuangan. Sebaliknya, krisis-krisis besar yang terjadi merupakan akibat dari eksposur terhadap ketidakseimbangan makro-keuangan yang dilakukan secara bersamaan oleh sebagian besar pelaku sistem keuangan. Oleh sebab itu, pandangan yang lebih holistik terhadap sistem keuangan dan hubungannya dengan perekonomian makro dari berbagai sisi sangat diperlukan.

Dimensi kedua adalah dimensi *time-series*, yaitu kebijakan makroprudensial ditujukan untuk menekan risiko terjadinya *prosiklinalitas* yang berlebihan dalam sistem keuangan.⁵⁸ Dalam konteks

⁵⁷ Munculnya trade off pencapaian tujuan kestabilan moneter dan system keuangan tergantung pada jenis shocks yang terjadi (Geraats, 2010). Apabila shocks berasal dari sisi permintaan maka pengupayaan stabilitas harga dan sistem keuangan pada umumnya berjalan seiring. Bank sentral dalam hal ini dapat menyesuaikan suku bunga untuk mengimbangi shocks sisi permintaan agregat dalam rangka membantu menstabilkan tidak hanya kesenjangan output, tetapi juga harga barang dan aset. Sementara itu, shocks yang berasal dari sisi penawaran lebih cenderung memiliki pengaruh yang berlawanan terhadap stabilitas harga dan sistem keuangan. Sebagai contoh jika terdapat shocks sisi penawaran yang positif yang menekan inflasi namun meningkatkan output. Dalam kondisi ini, kebijakan moneter ekspansif akan cenderung mendorong pengelembungan harga aset.

⁵⁸ Borio and Shim (2007)

ini, kebijakan makroprudensial harus didesain sedemikian rupa hingga mampu menghilangkan atau paling tidak memitigasi *prosiklikalitas*. Prinsipnya adalah bagaimana mendorong institusi keuangan untuk mempersiapkan bantalan (*buffer*) yang cukup di saat perekonomian sedang baik, yaitu ketika ketidakseimbangan dalam sistem keuangan umumnya terjadi, dan bagaimana menggunakan bantalan tersebut ketika perekonomian sedang memburuk.

Dalam perkembangannya, sejalan dengan perubahan tatanan sektor keuangan, terutama pasca krisis keuangan global 2008/09, **banyak bank sentral menerapkan instrumen kebijakan makroprudensial dalam artian yang lebih luas**. Dalam kaitan ini, beberapa instrumen yang sebelumnya lebih dikenal sebagai instrumen mikroprudensial (seperti *loan-loss provisioning requirements*, atau *loan-to-value*) atau instrumen moneter (seperti *reserve requirements*) juga digunakan untuk mencegah risiko sistemik dan menjaga stabilitas sistem keuangan dalam siklus kegiatan ekonomi. Instrumen kebijakan tersebut juga tidak fokus pada upaya untuk menangani risiko yang terjadi pada individual bank. Dengan demikian, instrumen kebijakan tersebut dapat dikategorikan

sebagai instrumen kebijakan dalam perspektif ‘makroprudensial’ yang lebih luas. Beberapa instrumen kebijakan makroprudensial yang digunakan di beberapa negara dapat dilihat pada Tabel 4.4.

4.2.2 Integrasi Kebijakan Moneter dan Makroprudensial

Penguatan kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan memerlukan integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial yang tepat. Sebagaimana diketahui, tujuan utama kebijakan moneter adalah menjaga stabilitas harga. Untuk mencapai tujuan tersebut, bank sentral biasanya menggunakan suku bunga kebijakan sebagai instrumen utama. Namun, menjaga stabilitas harga tidaklah cukup untuk menjamin tercapainya stabilitas makroekonomi, karena sistem keuangan yang berperilaku prosiklikal menyebabkan fluktuasi perekonomian yang berlebihan. Sementara itu, tujuan dari kebijakan makroprudensial adalah untuk menjamin daya tahan sistem keuangan secara keseluruhan dalam rangka mendukung jasa intermediasi keuangan kepada perekonomian secara

Tabel 4.4.
Implementasi Kebijakan Makroprudensial di sejumlah Negara

Permasalahan	Instrumen	Negara
Leverage (potensi prosiklikalitas)	Penyesuaian bobot risiko dalam aturan permodalan Penerapan rasio permodalan terhadap aktiva tertimbang menurut risiko	India, Indonesia, Malaysia, Estonia, Irlandia, Portugal, Norway India, Bulgaria, Kroasia, Estonia, Australia
Kredit (keterkaitan dan karakteristik debitur, tekanan padastabilitas makro)	Penerapan countercyclical provisioning (provisi untuk jenis kredit tertentu) Pembatasan loan to value ratio untuk sektor-sektor tertentu (yang berpotensi bubble) Pembatasan kredit ke sektor-sektor tertentu (misal properti, kartu kredit) Perubahan reserve requirement, secara across the board atau target tertentu	China, India China, Hongkong, Korea, Singapore, Malaysia, Thailand, Bulgaria, Norway, Portugal, Rumania Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, Rumania China, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Finland, Estonia
Likuiditas (potensi risiko pada aspek tertentu)	Penerapan buffer yang digunakan untuk mengurangi ketergantungan terhadap sumber pendanaan yang berisiko Penerapan loan to deposit ratio	India, Korea, Phillipina, Singapore China, Korea, Indonesia

Sumber: Borio and Shim (2007), Hannoun (2010), G-30 (2010)

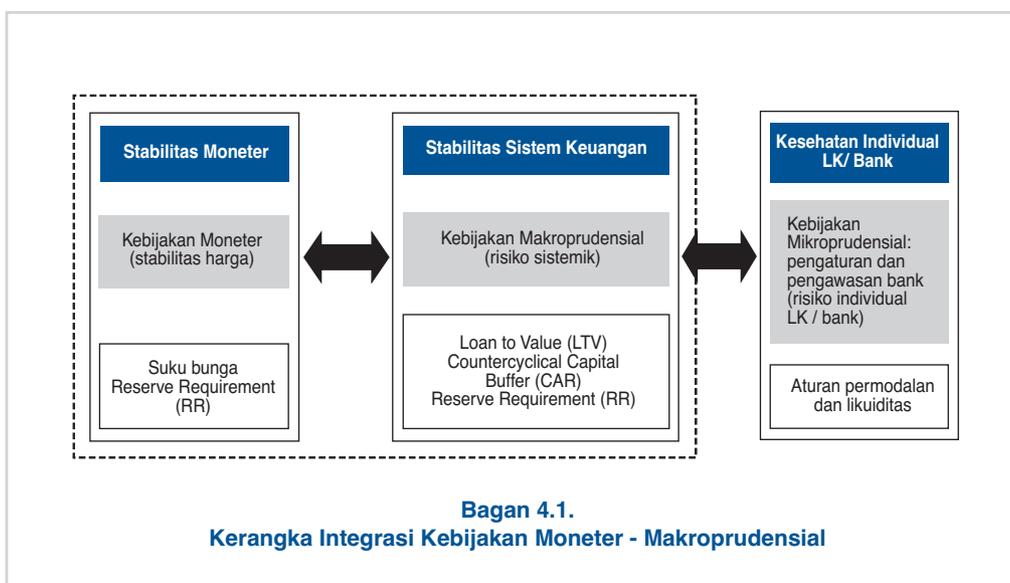
keseluruhan. Dengan peran *countercyclical* yang dimiliki, kebijakan makroprudensial mempunyai peran yang menunjang tujuan kebijakan moneter dalam menjaga stabilitas harga dan output.

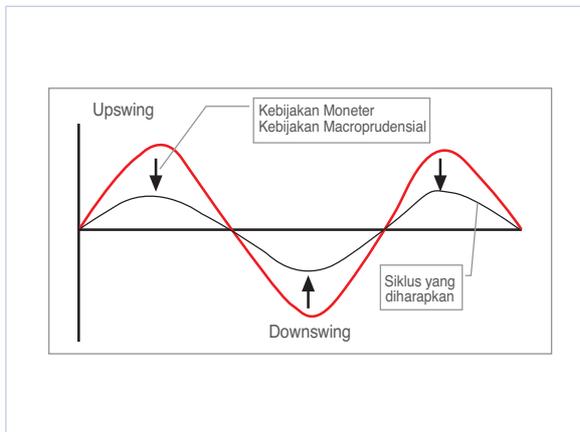
Keberhasilan pencapaian tujuan kebijakan moneter dan kebijakan makroprudensial harus memperkuat satu sama lain. Langkah-langkah untuk memperkuat ketahanan sistem keuangan akan memperkuat kebijakan moneter, antara lain dengan melindungi ekonomi dari gejolak sistem keuangan yang tajam. Sebaliknya, stabilitas makroekonomi akan mengurangi kerentanan sistem keuangan yang mempunyai kecenderungan prosiklikal. Dengan demikian, secara keseluruhan, suku bunga kebijakan mungkin tidak perlu bergerak dengan besar sebagaimana diperlukan dalam kondisi tidak adanya integrasi atau koordinasi kebijakan. Sementara itu, kebijakan makroprudensial akan mempengaruhi kondisi pasokan kredit, dan dengan demikian transmisi kebijakan moneter. Efektivitas dari koordinasi kebijakan tersebut tentunya tergantung pada lingkungan makro ekonomi, kondisi keuangan, proses intermediasi, dan tingkat permodalan dan aset dalam sistem perbankan. Dengan demikian, tidak realistis untuk mengharapkan kombinasi kebijakan moneter dan *macroprudential* untuk

sepenuhnya menghilangkan siklus ekonomi. Tujuannya utama dari integrasi kebijakan tersebut adalah untuk mengelola (memoderasi) siklus dan meningkatkan ketahanan sistem keuangan secara makro.

Kerangka penguatan stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan, melalui integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial dapat disampaikan pada bagan di bawah.

Integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial tersebut dapat diilustrasikan sebagai berikut. Misalnya, kebijakan makroprudensial ditujukan untuk memperketat persyaratan modal dan likuiditas di saat perekonomian sedang melaju kencang (*periode upswing*) sehingga mendorong bank untuk mengurangi pertumbuhan kredit dalam upaya menjaga daya tahan bank ke depan di saat perekonomian memburuk. Dalam kondisi tersebut, upaya menjaga daya tahan sistem perbankan akan secara simultan mendukung tujuan kebijakan moneter untuk menstabilkan suplai kredit. Dengan demikian, tujuan dari kebijakan makroprudensial yang bersifat *countercyclical* tersebut akan bersinergi dengan tujuan kebijakan moneter dalam mengurangi fluktuasi kegiatan perekonomian yang berlebihan.





Grafik 4.3. Kebijakan Moneter dan Makroprudensial dalam Meredam Prosiklialitas

Terdapat beberapa persyaratan agar integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial dapat dilaksanakan dengan baik. *Pertama*, perlunya pemahaman yang baik terhadap kerangka keterkaitan antara kebijakan moneter, kebijakan makroprudensial dan kebijakan mikroprudensial. Hal ini mengingat terdapatnya potensi konflik dalam pencapaian tujuan kebijakan. Oleh karena itu, penggunaan bauran instrumen atau penambahan instrumen baru menjadi alternatif langkah yang tepat. *Kedua*, perlunya pemahaman mengenai bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter dan makroprudensial dalam mempengaruhi kegiatan ekonomi. Hal ini mensyaratkan kerangka analisis yang lebih terintegrasi khususnya dalam memperhitungkan peran penting sektor keuangan. *Ketiga*, perlunya pengukuran indikator perilaku risiko yang tepat dalam mendukung monitoring risiko sistem. Pengukuran indikator risiko selain mendukung sistem monitoring yang baik, juga akan memperkuat analisis mengenai bekerjanya mekanisme transmisi melalui jalur risiko (*risk taking channel*).

4.3 Bauran Instrumen Kebijakan

4.3.1 Tujuan Bauran

Dalam kondisi pasar keuangan yang ideal, dalam artian berfungsi dengan baik dan kompetitif, biasanya bank sentral cukup mengandalkan instrumen tunggal dalam mencapai tujuan kebijakan moneter. Namun, dalam praktek, ketidaksempurnaan pasar senantiasa terjadi, seperti permasalahan terkait dengan struktur dan kesehatan bank, timpangnya distribusi likuiditas di pasar uang, dan gejolak pasar yang terjadi secara berlebihan, telah mendorong kecenderungan penggunaan kombinasi instrumen (bauran instrumen) dan prosedur operasi yang lebih luas untuk mencukung efektivitas dan efisiensi pelaksanaan kebijakan moneter.

Secara empiris, variasi dalam penggunaan bauran instrumen didasari oleh beberapa pertimbangan atau tujuan sebagai berikut (Balino and Zamalloa, 1997). *Pertama*, untuk menjamin pencapaian tujuan pengendalian moneter dalam mengatasi gejolak yang mengganggu permintaan dan penawaran reserve bank-bank. *Kedua*, untuk melakukan penyesuaian dan adaptasi instrumen dan prosedur operasi sejalan dengan kendala kelembagaan yang mempengaruhi bekerjanya suatu instrumen. *Ketiga*, untuk mencapai tujuan-tujuan kebijakan lain yang dianggap penting dan sekaligus mendorong bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter. *Keempat*, untuk menyesuaikan diri terhadap lingkungan kebijakan ekonomi makro, terutama tipe rejim moneter dan nilai tukar. Mengikuti prinsip Tinbergen (*Tinbergen rule*) adalah bahwa satu instrumen tidak bisa digunakan untuk mentargetkan lebih dari tujuan maka penerapan bauran instrumen menjadi penting manakala perubahan lingkungan ekonomi dan tantangan yang menyertainya turut mendorong perluasan cakupan tujuan kebijakan yang diinginkan oleh pengambil kebijakan.

Terkait dengan hal tersebut, selain ketersediaan beberapa instrumen kebijakan, satu hal

yang paling penting adalah **bagaimana upaya untuk ‘membaurkan’ atau mengkoordinasikan penggunaan instrumen-instrumen tersebut agar dapat meningkatkan efektivitas kebijakan** dalam mendukung perkembangan perekonomian secara luas. Hal ini mengingatkan masing-masing instrumen memiliki karakteristik teknis dan dampak (*timing* dan *magnitude*) yang berbeda. Dalam perkembangannya, penggunaan bauran instrumen menjadi trend praktek di banyak bank sentral. Dalam hal ini, jenis bauran tidak hanya sesama instrumen kebijakan moneter, namun mengarah pada bauran antara instrumen kebijakan moneter dan instrumen kebijakan lainnya, seperti kebijakan makroprudensial. Dengan payung kebijakan yang berbeda tentunya upaya untuk menyusun bauran yang tepat tidaklah mudah.

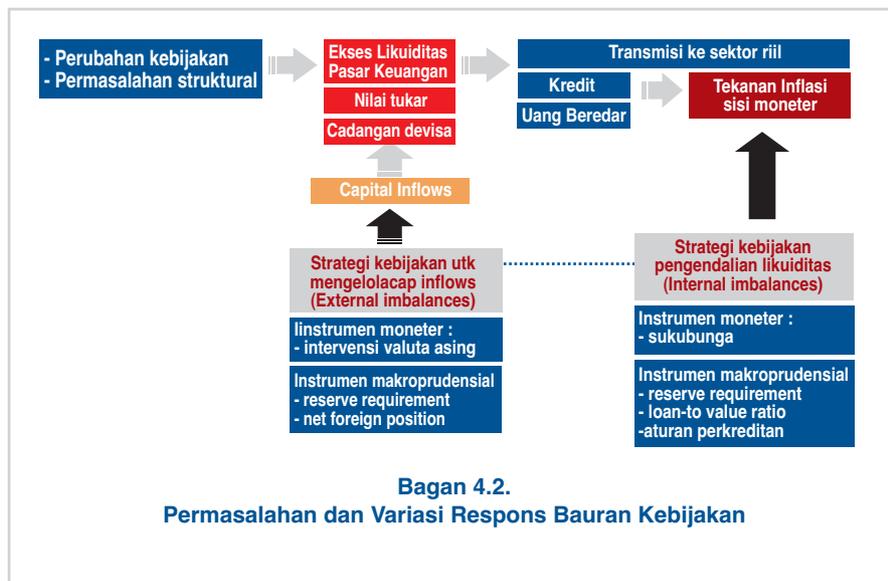
4.3.2 Variasi Respons Bauran Kebijakan

Sebagaimana disampaikan sebelumnya, **kompleksitas permasalahan akibat krisis keuangan global 2008/09 menjadikan peningkatan kadar peran kebijakan moneter**, yang tidak hanya terkait dengan stabilitas moneter, namun juga memperhitungkan stabilitas sistem keuangan. Sebagai contoh adalah bagaimana kebijakan moneter diperlukan (atau tidak) dalam merespons perkembangan harga aset di pasar keuangan yang mendorong potensi ketidakseimbangan. Di luar argumentasi yang terus berkembang mengenai isu tersebut, kalau pun kebijakan moneter penting dalam mengendalikan ketidakseimbangan di sektor keuangan, hal tersebut tidak berarti bahwa stabilitas harga aset, misalnya, juga menjadi target eksplisit kebijakan moneter. Hal tersebut mengingatkan kebijakan moneter sendiri tidak mampu mengendalikan harga aset, terutama ketika spekulasi harga aset mendorong kenaikan harga aset yang menyebabkan imbal hasil dari aset tersebut sangat tinggi. Dalam kondisi demikian, perubahan suku bunga kebijakan tidak akan berpengaruh pada portofolio investor, terutama untuk investasi di pasar keuangan.

Kenaikan suku bunga kebijakan yang bersifat ‘*across the board*’ akan menyebabkan ‘*overkill*’ terhadap perekonomian secara keseluruhan.

Untuk itu, **kebijakan moneter memerlukan instrumen tambahan untuk mendukungnya dalam mengendalikan kenaikan harga aset di pasar keuangan**. Dalam hal ini, instrumen kebijakan makroprudensial yang didisain untuk melakukan *countercyclical* dapat digunakan untuk mengatasi prosiklikalitas dan mendukung kebijakan moneter dalam mencapai stabilitas makroekonomi. Salah satu contoh instrumen makroprudensial yang dapat diterapkan dalam melengkapi kebijakan suku bunga dalam pengelolaan perkembangan harga aset adalah *Loan-to-Value* (LTV), yaitu rasio dana yang dipinjam untuk pembelian suatu properti terhadap nilai pasar yang wajar dari properti tersebut, yang secara substantif bertujuan untuk mencegah *bubble* aset di sektor perumahan. Dalam kaitan ini, ditentukan LTV dalam batas tertentu (misalnya maksimal 80%) yang secara umum dipandang sebagai norma atau patokan untuk pemberian kredit perumahan *real estate* yang cukup aman dari sudut pandang makroprudensial.

Bauran instrumen juga diterapkan dalam mengatasi komplikasi permasalahan yang menyertai perlambatan (penundaan) proses pemulihan ekonomi negara-negara maju, yang mendorong derasnya aliran modal asing masuk ke *emerging countries*. Pada beberapa negara, seperti China, India, dan Indonesia, fenomena aliran masuk modal asing mempersulit upaya pengelolaan likuiditas di pasar uang dalam negeri yang mengalami ekspek cukup tinggi. Ekspek likuiditas yang cenderung tinggi juga berpotensi mendorong akselerasi pertumbuhan kredit dan tekanan inflasi dari sisi moneter. Dengan permasalahan yang cukup kompleks tersebut, berupa **gangguan pada keseimbangan eksternal (*external imbalances*) dan keseimbangan internal (*internal imbalances*)**, peran instrumen suku bunga menjadi sangat terbatas.



Bagan 4.2.
Permasalahan dan Variasi Respons Bauran Kebijakan

Peningkatan suku bunga sebagai langkah pengendalian likuiditas perekonomian oleh bank sentral pada akhirnya akan direspons kembali (*offset*) oleh dorongan aliran masuk modal asing yang cukup signifikan, yang menyebabkan upaya untuk mengelola stabilitas makroekonomi menjadi tidak efektif. Fenomena *offseting* tersebut terjadi secara berulang sebagaimana suatu ‘lingkaran setan’ (*vicious circle of capital inflows*). Dalam kondisi tersebut, transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga akan mengalami kendala, terutama pada bekerjanya ‘*term structure interest rate hypothesis*’. Dalam hal ini, perkembangan besaran moneter, termasuk kredit, cenderung in-elastis terhadap perkembangan bunga. Untuk itu, jika suku bunga digunakan sebagai instrumen pengendalian moneter, kompleksitas permasalahan menyaratkan penggunaan instrumen lain (non-suku bunga) sebagai pendukung untuk mencapai tujuan kebijakan moneter secara optimal.⁵⁹

⁵⁹ Dalam rangka optimalisasi pelaksanaan OPT, sejak Juni 2008 BI melakukan perubahan sasaran operasional dari suku bunga SBI 1 bulan menjadi suku bunga PUAB O/N, dengan menjaga pergerakan suku bunga PUAB O/N di sekitar BI Rate. Penggunaan suku bunga PUAB O/N sebagai sasaran operasional kebijakan moneter adalah optimal secara teori, fakta, dan kelaziman (best practice). Namun demikian, sejalan dengan terkendalanya transmisi kebijakan suku bunga sebagai akibat fenomena ekses likuiditas, Bank Indonesia memandang perlu untuk melakukan asesmen dan penguatan kerangka operasionalisasi kebijakan moneter lebih lanjut, khususnya untuk menggali alternatif suku bunga operasional serta sistem pengelolaan koridor yang sesuai dengan kondisi pasar uang saat ini.

Terkait dengan hal itu, terdapat beberapa contoh bauran instrumen yang dapat diterapkan untuk mendukung peran instrumen suku bunga, misalnya persyaratan cadangan (*reserve requirement - RR*). Perubahan RR dalam mata uang domestik sering dilihat sebagai bagian dari instrumen untuk pelaksanaan kebijakan moneter atau kebijakan nilai tukar. Sebagaimana fenomena yang terjadi di negara berkembang dalam merespon derasnya arus masuk modal asing, perhatian lebih difokuskan pada penggunaan RR untuk memoderasi siklus keuangan. Penggunaan RR dapat melengkapi atau menggantikan penggunaan instrumen suku bunga untuk mengelola pengaruh kredit dalam perekonomian. Dalam perkembangannya, sejumlah negara juga telah memberlakukan RR pada pembiayaan dalam mata uang asing oleh lembaga keuangan. Dalam hal ini, isu makroprudensial lebih berkaitan dengan *mismatch* mata uang dan kerentanan likuiditas dalam valuta asing dalam sistem perbankan yang dapat disebabkan melalui skim pendanaan tersebut. Dapat ditambahkan bahwa variasi RR telah diterapkan dengan pertimbangan tertentu. Secara umum, penggunaan RR untuk tujuan makroprudensial dimana pasar kredit tersegmentasi dan didominasi oleh lembaga

intermediasi yang diatur secara ketat. Walaupun pengaruh yang sama dapat dicapai melalui penggunaan instrumen suku bunga, penggunaan RR dapat dilihat sebagai cara yang lebih langsung untuk mempengaruhi biaya pendanaan bank dan kapasitas bank dalam mendorong terjadinya ketidakseimbangan di pasar keuangan.

Sebagaimana dimensi makroprudensial yang cukup luas, format bauran instrumen kebijakan yang diterapkan oleh banyak bank sentral juga variatif.

Salah satunya adalah dengan mengandalkan **intervensi pasar valuta asing**, yang umumnya dikaitkan dengan **akumulasi cadangan devisa** dalam rangka mengelola keseimbangan eksternal. Dalam sistem nilai tukar fleksibel, bank sentral melakukan intervensi di pasar valuta asing untuk meredam volatilitas nilai tukar, dan/atau untuk memupuk cadangan devisa. Hal ini dapat dilihat pada kecenderungan peningkatan cadangan devisa yang cepat dalam satu dekade terakhir. Namun demikian, akumulasi cadangan devisa juga mempunyai biaya. Di satu sisi, cadangan devisa dapat dilihat sebagai semacam instrumen makroprudensial dalam meningkatkan ketahanan selama episode tekanan pasar keuangan. Di sisi lain, arus masuk modal asing yang sangat besar dan persisten serta peningkatan aset luar negeri bank sentral hampir selalu menggelembungkan neraca sistem perbankan. Hal ini pada akhirnya dapat mendorong *booming* kredit dan harga aset yang kemudian bisa diikuti oleh krisis. ListenRead phonetically

Penggunaan instrumen makroprudensial akhirnya menimbulkan pertanyaan tentang bagaimana instrumen ini berkaitan dengan kebijakan suku bunga; apakah sebagai pelengkap (*complement*) atau pengganti (*substitute*).

Sebagaimana dipahami, penggunaan kedua instrumen tersebut adalah cara yang cukup taktis untuk mempengaruhi kondisi sektor keuangan. Instrumen makroprudensial melakukan hal ini dengan mempengaruhi insentif dan ketahanan sektor keuangan dan secara langsung

mempengaruhi mekanisme transmisi kebijakan moneter. Instrumen tersebut dapat memperkuat atau melemahkan pengaruh kebijakan yang pada akhirnya tercermin pada ketersediaan dan biaya pembiayaan yang dihadapi oleh peminjam (swasta dan publik). Dari sudut pandang ini, instrumen makroprudensial dapat dilihat **sebagai pelengkap**. Misalnya, dalam menghadapi tekanan kenaikan inflasi, pertumbuhan kredit yang cepat dan harga aset yang lebih tinggi, bank sentral berkeinginan untuk menegatkan kebijakan moneter dan menggunakan alat-alat tambahan yang bersifat kontersiklikal. Dalam hal ini, baik suku bunga kebijakan dan instrumen makroprudensial dapat memperkuat satu sama lain untuk menegatkan kondisi sektor keuangan.

Namun, karena keduanya pada akhirnya mempengaruhi ketersediaan dan biaya pembiayaan, mereka juga dapat dilihat **sebagai pengganti**. Secara khusus, dapat ditunjukkan bahwa suku bunga dan instrumen makroprudensial mungkin dapat disesuaikan untuk menghadapi gejala ekonomi makro atau sektor keuangan yang sama. Misalnya, bank sentral bisa menaikkan suku bunga atau RR. Berapa besaran suku bunga dan rasio RR yang akan digunakan akan tergantung pada sejauh mana pertimbangan stabilitas makroekonomi dan keuangan bertepatan, dan efektivitas relatif dari penggunaan instrumen tersebut. Sebagai contoh adalah dilema pada saat tekanan inflasi cukup rendah, sementara pertumbuhan kredit dan harga aset cukup pesat. Salah satu kemungkinan skenario bauran instrumen adalah penggunaan kebijakan suku bunga untuk menangani inflasi, sementara kebijakan RR digunakan untuk menangani risiko stabilitas sistem keuangan. Berdasarkan interpretasi tersebut, suku bunga mungkin tidak berubah karena tekanan inflasi relatif rendah, sementara RR bisa dinaikkan untuk meredam pertumbuhan kredit yang cepat dan potensi kenaikan harga aset. Keuntungan yang mungkin diperoleh dari langkah tersebut adalah bahwa kenaikan RR mungkin tidak menarik

aliran modal masuk secara signifikan, seperti dampak kenaikan suku bunga. Namun, apakah ini penerapan skenario tersebut sudah optimal, tentunya perlu dilakukan analisis lebih lanjut.

4.3.3 Aspek Teknis dalam Implementasi

Dalam implementasi bauran instrumen kebijakan, terdapat beberapa aspek yang perlu dipertimbangkan agar bauran instrumen kebijakan optimal, di antaranya: (i) sinyal yang perlu direspons, (ii) karakteristik respons, (iii) *timing* implementasi dan prosiklikalitas, (iv) efektivitas dan kalibrasi langkah kebijakan, (v) komunikasi.⁶⁰

a. Sinyal yang perlu direspons

Dalam perspektif kebijakan *forward looking*, respons kebijakan harus diarahkan untuk mengantisipasi sinyal terkait dengan potensi gangguan pada keseimbangan makroekonomi ke depan. Dalam hal ini, respons kebijakan mungkin tidak perlu dilakukan apabila hanya terjadi gejala yang bersifat temporer. Pengalaman krisis menunjukkan bahwa sejumlah indikator atau analisis dapat digunakan untuk membimbing respons kebijakan melalui kemampuannya untuk memetakan ketahanan, ketidakseimbangan dan risiko sistemik. Beberapa contoh indikator adalah indikator ketahanan sistem keuangan, indikator ketahanan makroekonomi, dan indikator risiko sistemik. Umumnya, indikator-indikator tersebut secara substantif disusun dalam kerangka kerja sistem peringatan dini (*early warning sistem*).

Dengan demikian, ketepatan respons kebijakan akan sangat tergantung pada kinerja dari indikator tersebut dalam 'memprediksi' kemungkinan atau potensi ketidakseimbangan yang terjadi. Walaupun secara teoritis indikator tersebut dapat

dengan mudah dikonstruksi, kinerja model empiris dan analisis yang memprediksikan ketidakseimbangan atau sistem peringatan dini masih belum sepenuhnya meyakinkan. Sebagai contoh, sulit untuk mengetahui kapan tepatnya tren pertumbuhan kredit meningkatkan kekhawatiran mengenai terjadinya kerentanan ekonomi, mengingat pertumbuhan kredit yang pesat juga dibutuhkan dalam ekonomi yang cepat berubah dengan adanya peluang untuk mendapatkan keuntungan dan mendorong pendalaman sektor keuangan (*financial deepening*), seperti yang dialami oleh beberapa negara Amerika Latin. Untuk itu, diperlukan penelitian yang lebih sistematis dan pemahaman yang lebih baik tentang sifat risiko sistemik dan bagaimana hubungannya dengan manfaat yang diperoleh secara makro.

b. Karakteristik respons

Dalam merumuskan respons suatu kebijakan makroprudensial, salah satu isu yang penting adalah apakah respons akan menggunakan sebuah aturan atau diskresi (*rule vs discretion*). Seperti halnya dalam kebijakan moneter, selalu ada *trade-off* antara menggunakan *rule vs discretion*. *Rule* memberikan kepastian kepada pelaku pasar dan kredibilitas kepada bank sentral. Namun, *rule* yang terlalu kaku menutup fleksibilitas untuk merespon perubahan-perubahan struktural maupun ketidakpastian yang sering terjadi dalam pasar keuangan.

Sebaliknya, diskresi memberikan ruang gerak bagi bank sentral untuk melihat dampak dari makroprudensial terhadap sistem keuangan dan perekonomian dan melakukan penyesuaian-penyesuaian terhadap pendekatan yang digunakan dan melakukan *judgment* terhadap kebijakan yang akan diambil ke depan. Diskresi tentu saja menimbulkan ketidakpastian akan kebijakan ke depan yang diambil. Ketidakpastian ini akan mendorong para pelaku pasar untuk cenderung ekstra hati-hati dengan menjaga tingkat likuiditas

⁶⁰ Untuk ulasan lebih lanjut mengenai isu-isu tersebut, lihat Moreno (2011), Committee on the Global Financial System – BIS (2010), British Banker Association (2010), Borell et al. (2010) dan Born et al. (2010).

atau rasio modal melebihi dari yang diperlukan. Sebagai akibatnya, bank menjadi kurang efisien dan membebankan biaya modal tersebut kepada nasabah, menjadikan biaya kredit dalam perekonomian lebih mahal. Diskresi juga dapat mendorong terjadinya *forbearance*, terutama ketika dihadapkan suatu keputusan yang sulit atau tidak populer yang harus diambil. Apalagi, ketika keputusan diskresi tersebut mempunyai implikasi hukum terhadap bank sentral. Mengingat adanya kelebihan dan kelemahan, baik dari rule maupun diskresi, model pengambilan keputusan diskresi terbatas (*constrained discretion*).

c. Timing implementasi dan prosiklikalitas

Timing penerapan kebijakan selama siklus ekonomi penting untuk diperhatikan. Hal ini antara lain karena suatu peraturan makroprudensial seringkali bersifat prosiklikal.⁶¹ Sejumlah isu lain yang berkaitan dengan penerapan kerangka makroprudensial yang bersifat kontersiklikal.

- *Pertama*, terkait dengan berapa bobot yang diberikan pada upaya menstabilkan siklus ekonomi (misalnya GDP), dibandingkan dengan upaya untuk mengelola siklus sektor keuangan (misalnya kredit dan harga aset). Satu isu yang mendasar adalah apakah dengan pesatnya inovasi di sektor keuangan, otoritas kebijakan dapat secara tepat waktu melakukan ekstraksi pada siklus sektor keuangan (misalnya pertumbuhan kredit yang “berlebihan”, harga

aset yang “menggelembung”, likuiditas yang “melimpah”) dari variasi siklus normal dan tren jangka panjangnya.

- *Kedua*, terkait dengan siapa yang harus menilai siklus (sektor publik atau swasta)? Sebagaimana adiketahui, siklus ekonomi bersifat *unobservable*, dan metode untuk memperkirakannya terkait dengan banyak ketidakpastian. Untuk itu, keragaman pendapat dimungkinkan terjadi. Salah satu solusi untuk otoritas kebijakan adalah dengan mengandalkan sekelompok pakar independen, sebagaimana pendekatan yang digunakan di Chili (untuk menentukan tren jangka panjang PDB dan harga tembaga) dalam menerapkan *fiscal rule*.
- *Ketiga*, terkait dengan ketepatan waktu tindakan. Keterlambatan tindakan dapat berimplikasi pada tindakan yang lebih bersifat prosiklikal daripada kontersiklikal.
- *Keempat*, terkait dengan apakah rasio kehati-hatian harus tetap atau bergerak dengan siklus. Sebuah solusi adalah dengan menetapkan kisaran stabilitas yang cukup lebar untuk target GDP misalnya. Dengan demikian, perubahan suatu ketentuan untuk mengelola siklus dilakukan hanya ketika target berada di luar koridor. Dalam kaitan ini, *judgement* sangat diperlukan untuk melengkapi aturan baku (*rule*) yang ada atau untuk mengkalibrasi langkah kebijakan.

d. Efektivitas dan kalibrasi langkah kebijakan

Efektivitas bekerjanya suatu instrumen kebijakan akan mempengaruhi kalibrasi pilihan langkah kebijakan yang dianggap sesuai. Berbeda dengan analisis transmisi kebijakan moneter, belum ada kerangka teoritis kebijakan makroprudensial yang telah dikembangkan dengan baik atau hasil empiris yang kokoh untuk memandu kalibrasi. Dengan adanya ketidakpastian dari dampak suatu

61 Sebagai contoh, ketentuan penghapusan penyisihan aktiva produktif (*loan-loss provision*) cenderung menurun jika rasio NPL juga cenderung turun selama periode ekspansi. Pasar keuangan itu sendiri bersifat prosiklikal sebagaimana sebaran risiko cenderung menyempit selama fase ekspansi dan melebar, terkadang secara drastis, dalam fase kontraksi. Dari perspektif manajemen risiko, instrumen kebijakan idealnya diterapkan sedini mungkin dan dengan memperhitungkan risiko seandainya kondisi ekonomi memburuk (berdasarkan pengamatan terhadap siklus ekonomi). Beberapa pendapat menyarankan bahwa tindakan harus bersifat kontersiklikal, yaitu bersifat pengetatan selama periode ekspansi dan pelonggaran selama periode kontraksi. Dalam merespons krisis, *Basel Committee on Banking Supervision* mengambil sejumlah langkah (dalam konteks *Basel III*) untuk mengurangi prosiklikalitas. Langkah-langkah tersebut mencakup (i) menilai dan meredam pengaruh siklikalitas dari persyaratan modal minimum, (ii) mendorong *forward-looking provisioning*, (iii) mengadopsi kerangka peraturan untuk konservasi modal dan *countercyclical buffer*, (iv) memperkenalkan *minimum leverage ratio*.

instrumen makroprudensial maka otoritas kebijakan perlu bersikap pragmatis dalam penggunaan instrumen tersebut. Hal tersebut tentunya tidak mudah apabila tidak terdapat landasan teoritis dan riset empiris yang menjelaskan bagaimana langkah kebijakan harus disesuaikan dalam memperhitungkan potensi risiko yang mungkin muncul.

Studi mengenai hasil kalibrasi kebijakan makroprudensial di Negara OECD (Barrell, 2010) menunjukkan bahwa secara umum kebijakan makroprudensial dapat digunakan untuk mengatasi risiko ekonomi makro yang dihadapi oleh bank, dan sekaligus menurunkan probabilitas terjadinya krisis. Antipa et al. (2010) dalam studi kasus Inggris dan AS juga menyimpulkan bahwa kebijakan makroprudensial sangat efektif untuk mengelola (*smoothing*) siklus kredit dan mencegah dampak krisis keuangan global yang lebih dalam. Di luar temuan tersebut, satu hal yang penting diperhatikan adalah mengenai perlunya suatu kompromi agar suatu negara dapat melakukan penyesuaian terhadap penerapan instrumen makroprudensial. Hal ini mengingatkan penyesuaian instrumen atau regulasi juga dapat menimbulkan biaya, antara lain peningkatan biaya dana dan margin, sehingga berdampak negatif pada peningkatan kegiatan ekonomi. Dengan demikian, penerapan kebijakan perlu dilakukan dengan takaran yang tepat agar dapat menyelaraskan *cost and benefit* dari pengendalian risiko yang diharapkan.

e. Komunikasi Kebijakan

Komunikasi dalam konteks integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial merupakan hal yang sangat krusial, namun sekaligus sebuah tantangan yang tidak ringan. *Pertama*, menyampaikan “pesan” ke pasar tentang bahaya berkembangnya ketidakseimbangan di sektor keuangan ketika kondisi ekonomi sedang baik adalah sesuatu yang sulit, karena pesan itu sangat

tidak populer di tengah optimisme dari pelaku pasar. Respon kebijakan moneter melalui kenaikan suku bunga di tengah tidak adanya tekanan inflasi secara ekonomi politik susah untuk diterima karena bank sentral dapat dianggap membahayakan pertumbuhan dan kepentingan rakyat. Oleh sebab itu, komunikasi yang persuasif kepada masyarakat tentang menjaga stabilitas jangka panjang sangat diperlukan. Strategi komunikasi untuk kondisi normal akan tidak bisa digunakan dalam kondisi optimisme yang berlebihan. Komunikasi kebijakan moneter perlu menyesuaikan dengan dinamika sistem keuangan yang sedang terjadi. Di sini, peran kebijakan makroprudensial yang bersifat *rule-based* dalam mendukung kebijakan moneter lebih mempermudah tugas bank sentral. Dengan dukungan tersebut, kebijakan moneter hanya berperan dalam memberikan sinyal, daripada mengendalikan secara langsung berkembangnya risiko di sektor keuangan. *Kedua*, ketidakpastian ekonomi ke depan yang sangat tinggi terutama selama periode *turning point* dalam siklus ekonomi merupakan tantangan tersendiri bagi komunikasi kebijakan.

4.4 Penyesuaian Mandat Pelaksanaan Kebijakan Bank Sentral

4.4.1 Penyesuaian Mandat dan Konsekuensinya pada Tata Kelola Kebijakan

Belajar dari pengalaman krisis, dalam merumuskan strategi kebijakan pasca krisis bank sentral harus semakin memperkuat fungsi stabilitas sistem keuangan untuk memastikan perekonomian dan sistem keuangan berada dalam kondisi yang stabil baik dari sisi makroekonomi maupun sektor keuangan. Pergeseran atau penekanan mandat bank sentral untuk menjaga stabilitas sistem keuangan memiliki konsekuensi pada tata kelola kebijakan. Berbeda dengan format tata kelola kebijakan

moneter yang sudah dipahami secara umum, sebagaimana dalam penerapan ITF, format tata kelola kebijakan stabilitas sistem keuangan belum sepenuhnya dipahami. **Adopsi stabilitas sistem keuangan sebagai aspek utama ataupun tambahan dalam pelaksanaan tanggung jawab bank sentral dapat menimbulkan komplikasi pada format tata kelola kebijakan bank sentral.** Dengan demikian, untuk mendisain mandat bank sentral untuk menjaga stabilitas harga dan sistem keuangan secara bersamaan tidaklah mudah.

Terdapat **beberapa alasan yang mendasari komplikasi pada tata kelola kebijakan bank sentral** (Crockett, 2010). *Pertama*, Belum adanya pemahaman terhadap tujuan stabilitas keuangan yang tegas (unik) dan terkuantifisir, sebagaimana yang dipahami pada tujuan stabilitas harga. Dengan demikian, belum terdapat tolok ukur bagaimana menilai keberhasilan bank sentral dalam memenuhi tanggung jawab untuk menjaga stabilitas keuangan. *Kedua*, tanggung jawab untuk menjaga stabilitas sistem keuangan pada dasarnya bersifat multidimensi. Cakupan tanggungjawab mulai dari pengawasan prudensial, penetapan kebijakan untuk mencegah risiko sistemik, sampai dukungan likuiditas pada pasar keuangan maupun individu lembaga keuangan. Dalam kaitan ini, belum ada kejelasan model tata kelola yang mengakomodir perbedaan karakteristik dari masing-masing langkah tersebut. *Ketiga*, keputusan terkait dengan stabilitas sistem keuangan cenderung sensitif secara politis, dibandingkan dengan stabilitas moneter. Hal ini membuat kesulitan dalam menyelaraskan kepentingan untuk menjaga independensi dengan respons pada lingkungan politik yang ada. Dalam hal ini, tantangan terberat yang dihadapi oleh bank sentral dalam upaya untuk menjaga independensi adalah bagaimana tindakan yang dilakukan oleh bank sentral, terutama pada area yang di luar mandat bank sentral, pada akhirnya mendapatkan pengesahan (legitimasi) dari pemerintah atau parlemen.

Terkait dengan pemikiran tersebut, salah satu isu yang mengemuka adalah terkait dengan **bagaimana menempatkan mandat untuk menjaga stabilitas sistem keuangan pada kerangka kebijakan moneter.** Salah satu alternatif format kebijakan moneter yang dapat disusun adalah dengan tetap menjadikan kestabilan harga sebagai unsur utama yang mempengaruhi respon kebijakan moneter. Namun, substansi kestabilan harga mengalami perluasan dengan mengakomodir indikator kestabilan keuangan dan memiliki horison *forward looking* lebih panjang.

Alternatif format kebijakan lain adalah dengan menetapkan pengelolaan stabilitas sistem keuangan sebagai salah satu mandat kebijakan moneter, di samping menjaga stabilitas harga. Terkait dengan hal tersebut, Svensson (2010) menegaskan bahwa terdapat keterkaitan erat antara pencapaian stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan. Stabilitas sistem keuangan mempengaruhi secara langsung pasar keuangan, dan kondisi pasar keuangan akan mempengaruhi efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter. Apabila pasar keuangan bermasalah, hal tersebut dapat mempengaruhi kegiatan ekonomi riil secara drastis, sebagaimana ditunjukkan oleh kejadian krisis keuangan. Sementara itu, kebijakan moneter mempengaruhi neraca bank dan harga aset, yang selanjutnya berpengaruh pada stabilitas sistem keuangan. **Namun demikian, walaupun saling terkait, keduanya mempunyai perbedaan secara konseptual, baik dari tujuan, instrumen yang digunakan dan otoritas yang bertanggung jawab. Dengan demikian, kurang masuk akal apabila menyertakan pencapaian stabilitas moneter sebagai bagian dari mandat kebijakan moneter.**⁶²

Dengan demikian, beberapa pandangan (antara lain Svensson (2010), Hannoun (2010), Jordan (2010)) menyarankan bahwa sebaiknya

⁶² Di luar itu, sebagaimana diargumentasikan oleh Blinder (2010) dan Nyberg (2010), perbedaan secara konseptual tersebut tidak meniadakan kemungkinan adanya keuntungan dari pelaksanaan tanggung jawab untuk menjaga stabilitas sistem keuangan yang sangat besar oleh bank sentral.

stabilitas harga menjadi tujuan utama kebijakan moneter. Sementara itu, substansi stabilitas sistem keuangan, khususnya terkait dengan kebijakan makroprudensial, perlu diperhitungkan secara cermat serta menghindari pencapaian tujuan kebijakan yang terlalu ambisius, misalnya melalui pengaturan yang berlebihan pada perkembangan harga aset dan pertumbuhan kredit. Salah satu langkah awal adalah melalui penggunaan instrumen makroprudensial untuk mengatasi ketidakseimbangan yang terlihat nyata di pasar kredit dan aset. Ke depannya, sejalan praktek kebijakan dengan penggunaan berbagai instrumen makroprudensial bersama dengan instrumen moneter, perumusan mandat kebijakan yang lebih sesuai dapat dirumuskan dengan mendasarkan pada pengalaman yang telah dimiliki.

4.4.2 Mandat Pelaksanaan Kebijakan Makroprudensial dan Mikroprudensial

Dalam melaksanakan fungsinya untuk mencapai dan memelihara stabilitas sistem keuangan, bank sentral akan memerlukan instrumen pendukung berupa pengawasan makroprudensial dan pengawasan mikroprudensial. Pengawasan makroprudensial merupakan proses pengelolaan kesehatan sistem keuangan secara menyeluruh yang dilaksanakan melalui serangkaian analisa keterkaitan kegiatan di sektor keuangan, kondisi pasar keuangan dan perilaku sektor keuangan. Proses pengelolaan ini dilaksanakan dengan perancangan arsitektur dan respon kebijakan terhadap kondisi sistem keuangan yang sedang berlangsung. Sementara itu, pengawasan mikroprudensial merupakan proses pengelolaan kesehatan institusi keuangan secara individual yang dilakukan melalui penerapan pengawasan dan regulasi yang diharapkan secara agregat mampu menciptakan kesinambungan dan stabilitas pada sistem keuangan serta memberikan perlindungan kepada konsumen.

Krisis keuangan global telah memberikan pelajaran bahwa diperlukan koordinasi yang erat

antara pengawasan bank yang bersifat mikroprudensial dan pengawasan makroprudensial dalam merumuskan kebijakan yang tepat dan cepat pada saat-saat genting. Pengawasan makroprudensial diarahkan pada aktivitas lembaga-lembaga keuangan, baik bank maupun non-bank, yang memiliki pengaruh signifikan pada pasar maupun sistem keuangan. Dalam pengawasan makroprudensial dilakukan pemantauan terhadap indikator-indikator makro sebagai sarana untuk memonitor, mengantisipasi, dan memitigasi berbagai risiko yang diperkirakan akan mengancam stabilitas sistem keuangan dan ekonomi riil secara keseluruhan. Selain itu, pemantauan kondisi makroprudensial juga dapat memberikan informasi mengenai risiko sistemik dan mitigasi dampak rambatan dari gangguan yang terjadi pada institusi keuangan yang dapat mengganggu siklus bisnis. Informasi yang diperoleh dari pengawasan makroprudensial ini akan membantu para pembuat kebijakan mengenai perlunya penyelamatan (atau tidak) terhadap suatu institusi keuangan yang tengah mengalami kesulitan likuiditas. Dalam prakteknya, otoritas yang melaksanakan pemantauan kondisi makroprudensial membutuhkan akses yang cepat dan mudah terhadap informasi dan data mikro serta kewenangan resmi tanpa hambatan untuk memperoleh data tambahan lainnya jika diperlukan.

Mengingat keterkaitan antara kebijakan makroprudensial dan mikroprudensial, apakah hal ini juga berarti bahwa bank sentral juga perlu diberikan tanggungjawab untuk melaksanakan kebijakan mikroprudensial? Argument yang pro dan kontra terhadap perlunya bank sentral untuk melaksanakan kebijakan mikroprudensial masih terus berkembang hingga saat ini. Secara substantive, dapat ditarik pemahaman bahwa **hal yang paling utama bagi efektivitas bank sentral dalam menjaga stabilitas sistem keuangan adalah kesinambungan arus pertukaran dan kualitas informasi antara pengawasan mikroprudensial dan makroprudensial,** mengingat fungsi di antara keduanya bersifat

komplemen. Terkait dengan hal ini, informasi yang fisibel sangat tergantung bentuk kelembagaan, kebiasaan serta faktor manusianya.

Dengan demikian, **apabila bank sentral tidak diberikan mandat untuk melaksanakan kebijakan mikroprudensial maka koordinasi yang erat antara bank sentral dengan otoritas yang berwenang di sektor pengawasan mikroprudensial sangatlah mutlak. Perlunya koordinasi sekaligus untuk menjaga konsistensi dan keselarasan di antara pencapaian tujuan kebijakan moneter, makroprudensial dan mikroprudensial.** Dalam hal ini, kebijakan makroprudensial mempunyai peran yang sangat vital, baik dalam mendukung kebijakan moneter dalam menjaga kestabilan makroekonomi maupun kebijakan mikroprudensial. Kebijakan makroprudensial dalam dimensi yang lebih sempit memerlukan konsistensi dengan penggunaan instrumen mikroprudensial; sementara kebijakan makroprudensial dalam dimensi yang lebih sempit memerlukan konsistensi dengan kebijakan moneter.

Untuk kasus Indonesia, pandangan di atas mempunyai implikasi yang sangat signifikan pada mandat institusional Bank Indonesia. Paradigma bahwa kebijakan moneter perlu didukung oleh kebijakan makroprudensial membawa konsekuensi bahwa tidak dapat dipisahkannya kedua kebijakan ini agar dapat berjalan secara efektif. Mandat yang dimiliki Bank Indonesia saat ini untuk menjaga stabilitas moneter dan pengawasan perbankan cukup memadai untuk melaksanakan kebijakan makroprudensial, karena makroprudensial berada dalam dua spektrum fungsi makro (kebijakan moneter) dan fungsi mikro (pengawasan mikro perbankan). Namun, isu ini akan muncul manakala fungsi pengawasan perbankan akan dipisahkan dari Bank Indonesia dan diserahkan kepada lembaga baru, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang menurut amanat UU Bank Indonesia, pasal 34.

Apabila fungsi pengawasan perbankan dipisahkan dari Bank Indonesia, implementasi kebijakan makroprudensial ini menjadi lebih rumit.

Dalam hal ini, kerangka kebijakan makroprudensial tidak bisa dihindari harus melibatkan dua institusi, yaitu Bank Indonesia dan OJK yang berwenang dalam mengatur dan mengawasi mikro lembaga keuangan. Bank Indonesia mempunyai kemampuan melakukan asesmen terhadap risiko makroekonomi dan perkembangan pasar keuangan global. Sementara itu, OJK mempunyai informasi tentang individual lembaga keuangan. Untuk itu, **agar sistem berfungsi dengan baik harus ada saling tukar menukar informasi antara BI dan OJK.**⁶³ OJK harus menyediakan semua informasi terkait dengan monitoring risiko individual, sebaliknya BI memiliki asesmen makroprudensial yang harus disampaikan kepada OJK agar dapat diimplementasikan pada level individu.

4.4.3 Kejelasan Mandat dalam Penanganan Krisis

Berbagai krisis keuangan yang terjadi dalam dua dasawarsa terakhir telah memberikan banyak pelajaran berharga mengenai bagaimana sebaiknya proses penanganan krisis dilakukan oleh bank sentral. Pengalaman menunjukkan bahwa suatu krisis dapat muncul secara tidak terduga, di tengah berlanjutnya ketidakseimbangan global serta derasnya arus modal yang berpotensi mengalami pembalikan (*reversal*) dalam jumlah yang besar secara tiba-tiba. Selain itu, kejadian krisis keuangan 1997/98 juga menunjukkan bahwa penanganan krisis yang tidak disertai dengan struktur kewenangan dan pengambilan keputusan yang jelas menyebabkan proses penanganan krisis menjadi berlarut dan berpotensi meningkatkan biaya ekonomi dan sosial

⁶³ Argument yang pro dan kontra terhadap perlunya bank sentral untuk melaksanakan kebijakan mikroprudensial masih terus berkembang hingga saat ini. Secara substantive dapat ditarik pemahaman bahwa hal yang paling utama bagi efektivitas bank sentral dalam menjaga stabilitas sistem keuangan adalah kesinambungan arus pertukaran dan kualitas informasi antara pengawasan mikroprudensial dan makroprudensial, mengingat fungsi di antara keduanya bersifat komplemen. Terkait dengan hal ini, informasi yang feasible sangat tergantung bentuk kelembagaan, kebiasaan serta faktor manusianya. Dengan demikian, apabila bank sentral tidak diberikan mandat untuk melaksanakan kebijakan mikroprudensial maka koordinasi yang erat antara bank sentral dengan otoritas yang berwenang di sektor pengawasan mikroprudensial sangatlah mutlak.

yang sangat besar serta waktu pemulihan yg lebih lama. Substansi pemikiran yang dapat ditarik dari hal tersebut adalah bahwa **penguatan kerangka stabilitas moneter dan sistem keuangan adalah perlu di satu sisi, namun hal tersebut harus ditopang oleh kerangka penanganan krisis yang jelas, cepat dan memberikan kepastian hukum.**

Salah satu hal yang menarik dalam proses penanganan krisis ialah bahwa meluasnya peran dan inisiatif yang dilakukan berbagai bank sentral dalam melakukan resolusi atau menyelamatkan sistem keuangan domestiknya, telah memunculkan dimensi politik yang juga tidak kalah menarik untuk diperdebatkan. Pada intinya, isu yang muncul adalah upaya resolusi sistem keuangan selalu membutuhkan anggaran pemerintah atau dana publik dalam jumlah yang signifikan. Di satu sisi, praktek politik dalam setiap negara yang demokratis mewajibkan diperolehnya persetujuan dari parlemen atau lembaga sejenis yang mewakili fungsi legislatif. Parlemen yang umumnya merupakan kumpulan berbagai fraksi politik dengan berbagai persepsi dan kepentingan, sangat boleh jadi akan memandang suatu proposal resolusi perbankan dari sudut pandang yang berbeda-beda pula. Hal ini akan sangat berpotensi menyebabkan proses pengajuan hingga diperolehnya keputusan atas usulan/proposal pemerintah berlanhgsung dalam waktu yang relatif panjang.

Di sisi lain, dalam proses resolusi sebuah atau beberapa lembaga keuangan, faktor waktu atau kecepatan menjadi penentu utama berhasil tidaknya pilihan kebijakan yang diambil (*'time is of the essence'*). Oleh sebab itu, dapat dibayangkan bahwa tantangan yang luar biasa bagi bank sentral atau pemerintah sebagai lembaga eksekutif yang mengusulkan dan akan melaksanakan implementasi suatu program atas nama penyelamatan sistem keuangan, adalah bagaimana mengkomunikasikannya secara cepat, efektif dan mudah dimengerti kepada parlemen sehingga lembaga legislatif tersebut menjadi yakin bahwa

manfaat yang akan diperoleh dari program tersebut di 'masa mendatang' (hasil resolusi mungkin baru akan terlihat beberapa bulan atau tahun kemudian) melebihi biaya yang harus dikeluarkan 'segera dan saat ini'.

Dimensi lain yang juga penting dalam proses resolusi krisis adalah *regulatory forbearance* atau pelanggaran ketentuan yang dilakukan otoritas dengan tujuan pemulihan system perbankan secara perlahan atau transisi bertahap ke arah penerapan ketentuan yang makin ketat. Namun, pada titik ini, dimana kebijakan yang diambil bank sentral atau Pemerintah telah berada di luar atau melampaui kewenangan sesuai rambu-rambu ketentuan yang ada, muncullah risiko politik dan hukum yang jika tidak diatasi dengan baik dapat menimbulkan dampak yang sangat serius. Pengamatan yang dilakukan oleh Laeven dan Valencia (2008) berdasarkan database yang dimiliki IMF menunjukkan bahwa *forbearance* yang berkepanjangan nampak dalam 67% dari krisis perbankan yang terjadi di berbagai negara. Dalam 35% kasus, *forbearance* muncul dalam bentuk tidak dilakukannya intervensi segera meskipun bank telah berada dalam kondisi *insolvent*, serta dalam 73% kasus, ketentuan kehati-hatian ditunda atau tidak diterapkan secara penuh

Pengalaman Indonesia yang melibatkan 'tripartite' (Bank Indonesia, Departemen Keuangan, dan DPR) dalam proses pengambilan keputusan untuk penanganan krisis menimbulkan kompleksitas tersendiri. Terlebih jika mengingat pengalaman krisis keuangan 1997 yang telah memakan korban pejabat bank sentral dan bankir yang dianggap bersalah dan tidak prudent dalam memberikan atau menerima bantuan pinjaman darurat atas nama krisis yang sedang terjadi. Pengalaman selama ini menunjukkan bahwa dalam proses identifikasi dan berbagi informasi antara BI dan Depkeu, masih ditemui berbagai hambatan karena perbedaan persepsi atau prioritas dalam menilai suatu masalah. **Proses koordinasi yang diperlukan dan kesadaran bersama**

bahwa diperlukan keberanian, kecepatan dan juga akurasi yang tinggi dalam penanganan krisis, pada akhirnya menimbulkan kesadaran bersama adanya suatu protokol manajemen krisis yang dapat secara detail menunjukkan 'siapa mengerjakan apa'.

Untuk itu, upaya untuk memperkuat stabilitas moneter dan sistem keuangan perlu didukung oleh kesiapan protokol manajemen krisis nasional dalam rangka pencegahan dan penanganan krisis. Hal ini terlebih karena saat ini protokol manajemen krisis yang bersifat nasional (UU Jaring Pengaman Sistem Keuangan) belum terwujud. **Protokol manajemen krisis diharapkan dapat memberikan pedoman yang jelas, terintegrasi dan berkelanjutan dalam rangka pencegahan dan**

penanganan krisis. Selain itu, protokol juga perlu untuk menjamin pengambilan keputusan untuk pencegahan dan penanganan krisis dengan tepat waktu dan efektif, yang dilandasi oleh kepastian hukum. Terkait dengan hal tersebut, sebagai otoritas yang paling mengetahui kondisi keuangan bank atau lembaga keuangan yang diawasinya, serta paling kompeten dalam menilai apakah kejatuhan suatu bank akan berdampak sistemik atau tidak, maka *judgment* dan diskresi yang diambil oleh Bank Indonesia dengan segala profesionalismenya, akan menjadi pertaruhan yang sangat besar bagi pembangunan kredibilitas di tengah tantangan perekonomian global yang semakin berat ke depan.

Halaman ini sengaja dikosongkn

Penguatan Koordinasi Dan Komunikasi Kebijakan

5.1 Koordinasi dengan Pemerintah

Inflasi sebagai sasaran akhir kebijakan moneter merupakan fenomena perekonomian yang kompleks dan terjadi karena dorongan faktor permintaan dan juga faktor penawaran. Upaya mengatasi tekanan inflasi yang berasal dari sisi penawaran tidaklah mungkin secara langsung dilakukan oleh BI, untuk itu dalam upaya mencapai sasaran akhir inflasi secara efektif diperlukan kerjasama dan koordinasi yang kuat antara Bank Indonesia sebagai penentu kebijakan moneter dengan pemerintah selaku otoritas fiskal dan pengambil kebijakan sektoral. Ke depan, perhatian terhadap sumber tekanan inflasi dari sisi penawaran harus mendapatkan perhatian yang sama dengan tekanan inflasi dari sisi permintaan yang selama ini menjadi fokus perhatian BI. Selain itu, dengan semakin besarnya kepemilikan asing pada Surat Berharga Negara (SBN), risiko terhadap kejatuhan harga SBN dan pelemahan nilai tukar Rupiah dalam hal terjadi *large and sudden capital reversals* meningkat. Sebagaimana pengalaman di masa lalu, kondisi tersebut dapat menimbulkan kerugian pada beban fiskal, tekanan pada stabilitas sistem keuangan, dan pelaksanaan pengendalian moneter

Terkait dengan pemikiran tersebut, penguatan koordinasi kebijakan BI dan Pemerintah diarahkan pada tiga area strategis, yaitu:

- (i) **Koordinasi kebijakan dalam rangka pengendalian inflasi.** Hal ini dengan pertimbangan bahwa selain dari sisi permintaan, sumber tekanan inflasi juga berasal dari sisi penawaran dan perkembangan harga komoditi strategis. Beberapa langkah yang dapat dilakukan antara lain adalah:
 - a. Memberi masukan kebijakan stabilitas harga bahan pangan (*volatile foods*)
 - b. Memberi masukan kebijakan untuk meminimalkan dampak kebijakan harga pemerintah terhadap inflasi (*adm. prices*)
 - c. Optimalisasi Peran TPI-TPID
- (ii) **Koordinasi kebijakan dalam rangka peningkatan respon sisi penawaran.** Hal ini dengan pertimbangan bahwa semakin terbatasnya kapasitas ekonomi dan masih terkendalanya implementasi program infrastruktur Pemerintah dapat memperlambat respons sisi penawaran terhadap peningkatan permintaan. Langkah

yang dapat ditempuh adalah penguatan koordinasi dengan Pemerintah untuk mendorong investasi infrastruktur dan peningkatan kapasitas produksi.

(iii) Koordinasi kebijakan dalam rangka pengendalian *capital flows*.

Hal ini dengan pertimbangan bahwa derasnya aliran masuk modal asing ke pasar keuangan Indonesia, khususnya pasar SUN, dapat memberikan tekanan pada perkembangan nilai tukar rupiah. Langkah yang dapat dilakukan adalah penguatan koordinasi dengan Kementerian Keuangan dalam pengelolaan capital inflows ke SUN, antara lain melalui:

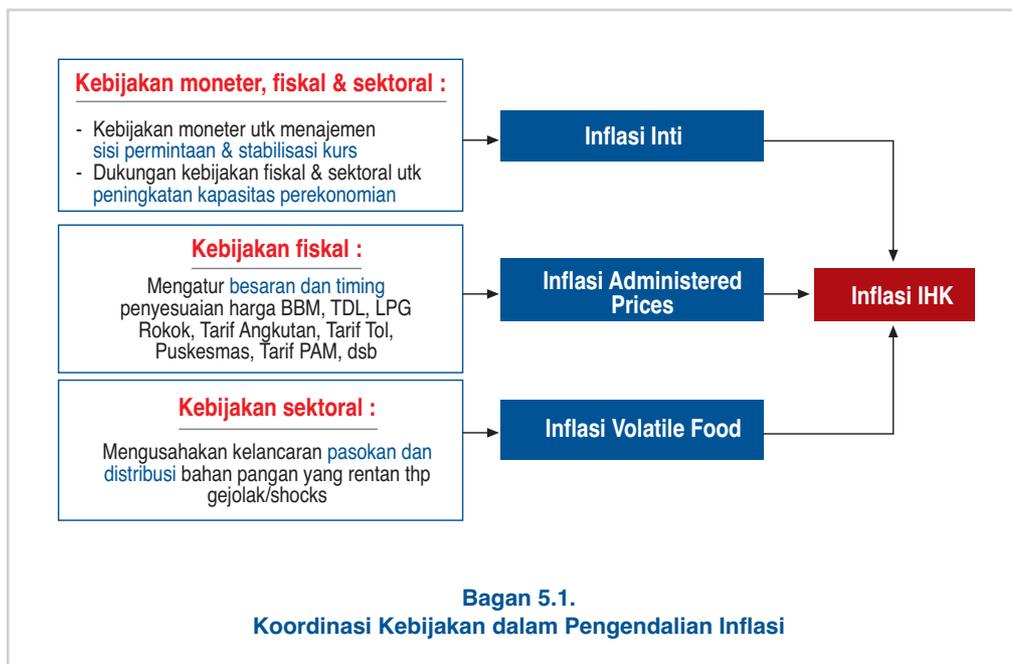
- a. Upaya “putting sand in the wheel”
- b. Pendalaman pasar keuangan,
- c. Mitigasi risiko sudden reversals

Secara garis besar, alur pikir dari koordinasi kebijakan Bank Indonesia dan Pemerintah, serta pengaruhnya pada langkah pengendalian inflasi dapat disampaikan pada bagan di bawah.

5.1.1. Koordinasi dalam rangka Pengendalian Inflasi

Beberapa koordinasi kebijakan yang telah dilakukan selama ini antara lain dalam bentuk Rapat Koordinasi Bank Indonesia dan Pemerintah yang selenggarakan secara rutin untuk membahas perkembangan ekonomi terkini serta keikutsertaan Bank Indonesia dalam Rapat Kabinet yang dipimpin oleh Presiden RI untuk memberikan pandangan terhadap perkembangan ekonomi makro dan moneter terkait dengan pencapaian sasaran inflasi harus terus menerus dipelihara. Selain itu, diperlukan pula penguatan koordinasi dengan pemerintah yang memiliki kewenangan untuk mengambil keputusan di suatu bidang tertentu yang terkait dengan permasalahan inflasi yang dihadapi di lapangan melalui Tim Koordinasi Penetapan Sasaran, Pemantauan, dan Pengendalian Inflasi atau yang lebih dikenal dengan Tim Pengendalian Inflasi (TPI).⁶⁴

⁶⁴ TPI dibentuk pada tahun 2005 berdasarkan Surat Keputusan Bersama (SKB) Menteri Keuangan No.88/KMK.02/2005 dan Gubernur Bank Indonesia No.7/9/KEP.GBI/2005. Adapun dasar hukum pembentukan TPI adalah “Nota Kesepakatan antara Pemerintah dan BI tentang Mekanisme Penetapan Sasaran, Pemantauan dan Pengendalian Inflasi di Indonesia”, pd tanggal 1 Juli 2004, khususnya pasal 13 (1) yang berbunyi: “Dalam rangka mengkoordinir dan memfasilitasi kegiatan penetapan sasaran, pemantauan dan pengendalian inflasi dibentuk sekretariat yg berkedudukan di BI.



Bagan 5.1.
Koordinasi Kebijakan dalam Pengendalian Inflasi

Anggota dari TPI adalah BI dan beberapa instansi terkait di lingkungan Pemerintah Pusat yang meliputi: Kementerian Keuangan, Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian, Badan Perencanaan Pembangunan Nasional, Kementerian Perdagangan, Kementerian Pertanian, Kementerian Perhubungan, Kementerian Energi Sumber Daya Mineral dan Kementerian Tenaga Kerja dan Transmigrasi.⁶⁵ Susunan keanggotaan TPI bersifat dinamis, terbuka kemungkinan untuk disesuaikan searah dengan tuntutan kebutuhan dan kompleksitas permasalahan yang dihadapi.

Tugas pokok TPI adalah melakukan koordinasi dalam rangka menetapkan sasaran inflasi tiga tahun ke depan, memantau dan mengevaluasi faktor-faktor yang mempengaruhi inflasi (termasuk di dalamnya kebijakan-kebijakan yang perlu ditempuh) serta memberikan rekomendasi kebijakan kepada Menteri Keuangan yang dapat mendukung pencapaian sasaran inflasi nasional. Dalam melaksanakan tugasnya, TPI secara rutin melakukan pertemuan bulanan untuk mendiskusikan mengenai isu-isu yang berkembang atau permasalahan inflasi yang dihadapi serta untuk mencari upaya penyelesaiannya.

TPI berperan dalam membentuk dan mengarahkan ekspektasi inflasi dengan menyampaikan rumusan dan sasaran inflasi secara berkala kepada pemerintah untuk selanjutnya ditetapkan secara formal sebagai sasaran inflasi nasional untuk jangka waktu 3 tahun ke depan. Dalam kondisi ekonomi yang tidak normal, TPI melakukan peninjauan ulang sasaran inflasi tersebut. Terkait dengan pengendalian inflasi, TPI berperan dalam memberikan usulan kepada pemerintah atau lembaga terkait mengenai besaran (magnitude) dan waktu (timing) dari penyesuaian tarif/harga komoditas strategis yang berdampak signifikan terhadap inflasi seperti BBM, TDL dan gas elpiji.

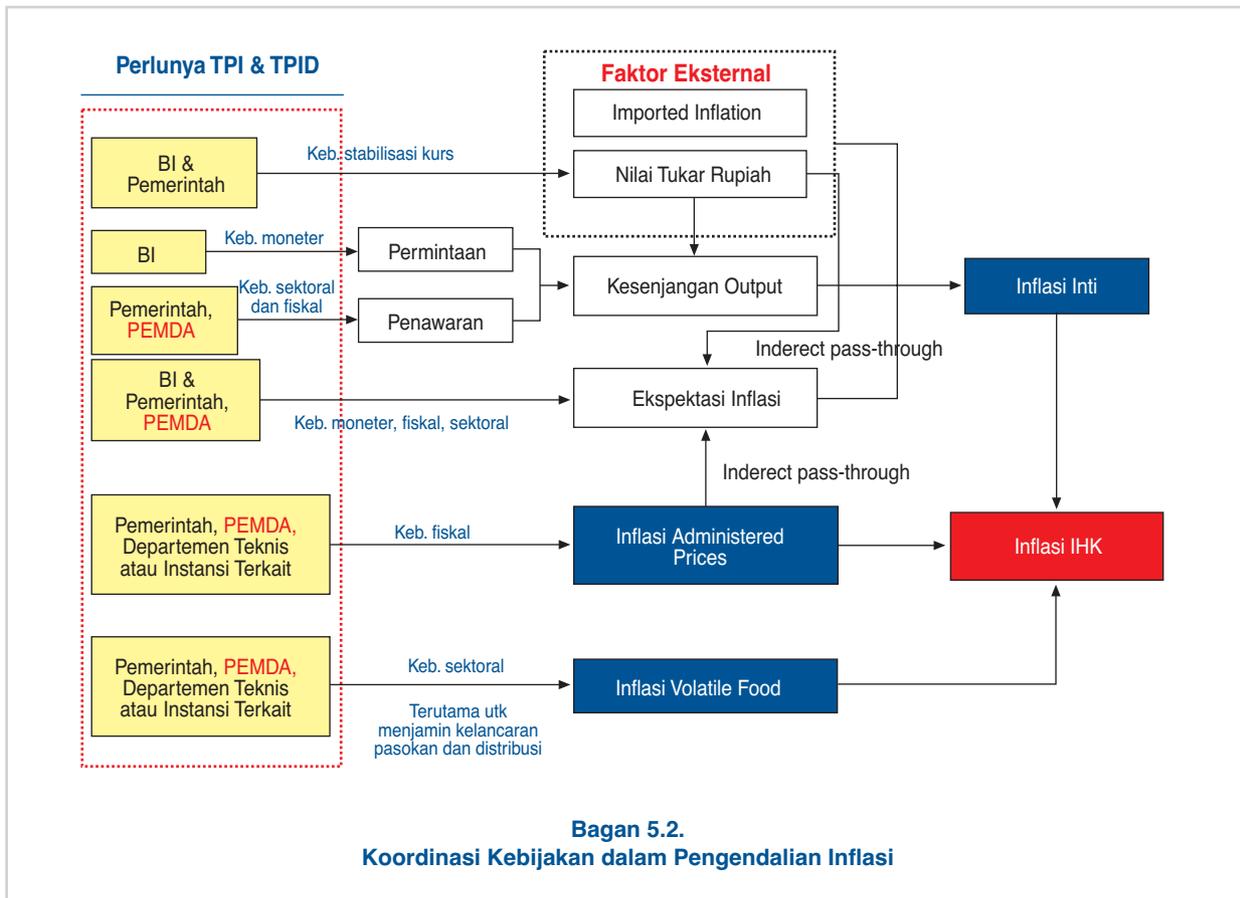
Upaya lainnya yang dilakukan oleh TPI antara lain melakukan koordinasi dengan BULOG dan Pertamina untuk memantau pasokan dan distribusi beras dan BBM serta melakukan edukasi tentang inflasi kepada masyarakat melalui kegiatan sosialisasi yang dilaksanakan di beberapa daerah. Di tingkat daerah, koordinasi antara Bank Indonesia dengan unsur-unsur pemerintah daerah dilakukan dalam wadah Tim Pengendalian Inflasi Daerah (TPID).⁶⁶

5.1.2. Koordinasi kebijakan dalam rangka peningkatan respon sisi penawaran

Koordinasi antara Bank Indonesia dengan Pemerintah (baik pada tingkat pusat maupun daerah) tidak hanya diarahkan untuk menciptakan stabilitas harga, namun perlu juga dikembangkan pada upaya peningkatan kapasitas perekonomian (sisi penawaran) baik secara nasional maupun regional. Hal ini menjadi sangat relevan mengingat upaya penanganan masalah inflasi yang selama ini ditangani oleh tim koordinasi dimaksud umumnya berkaitan dengan permasalahan di sisi penawaran atau kapasitas perekonomian, terutama infrastruktur yang terbatas serta kendala pasokan dan distribusi.

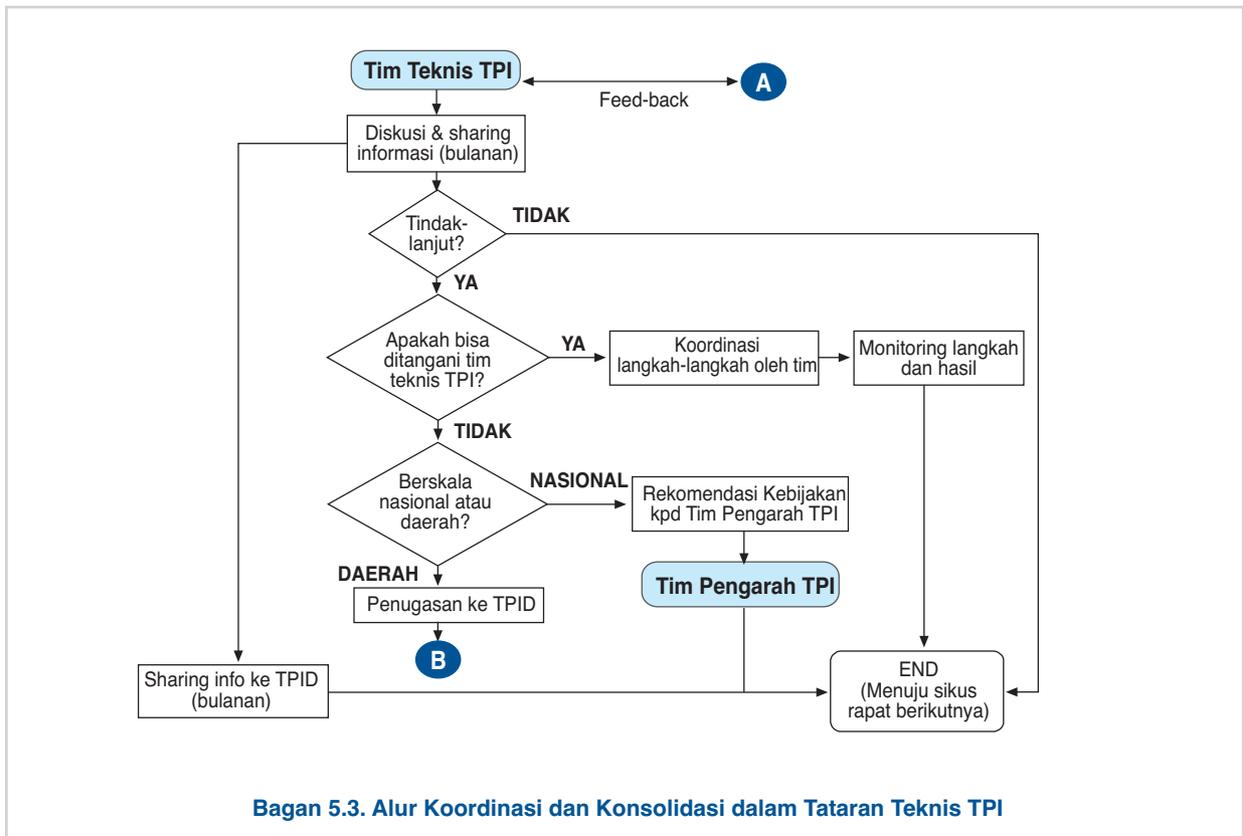
⁶⁵ Susunan keanggotaan TPI diperbaharui setiap tahun berdasar Keputusan Menteri Keuangan (KMK).

⁶⁶ TPID pertama kali dibentuk tahun 2008 di Semarang, dan selanjutnya dilakukan pembentukan TPID di kota-kota lain sehingga jumlahnya saat ini adalah 51 TPID di seluruh Indonesia.

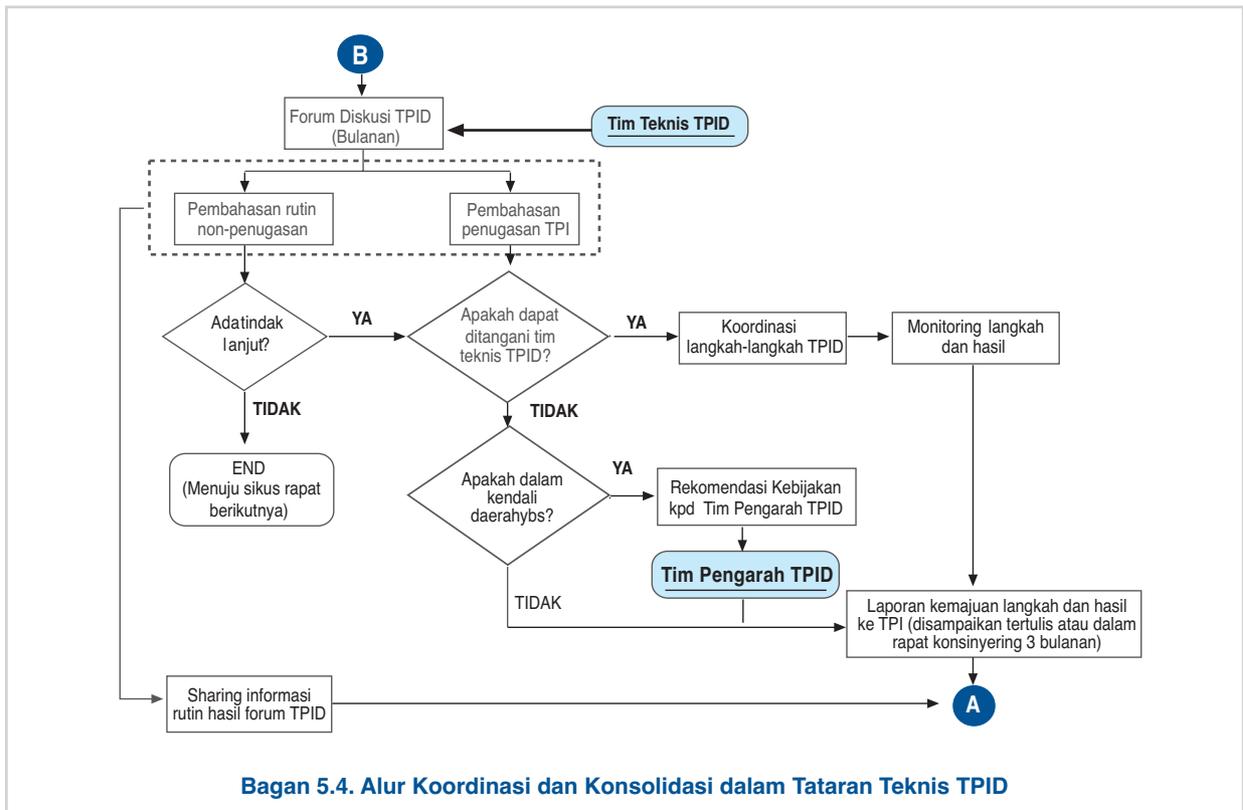


Tabel 5.1.
Tugas TPI dan TPID

Tugas TPI	Tugas TPID
<ol style="list-style-type: none"> 1. Mengevaluasi sumber dan potensi tekanan inflasi & dampaknya thd sasaran inflasi 2. Menjelaskan rencana dan kebijakan yg dilakukan setiap instansi 3. Merekomendasikan pilihan kebijakan kpd Tim Pengarah TPI 4. Memantau pelaksanaan kebijakan dlm rangka pengendalian inflasi 5. Diseminasi sasaran dan upaya pencapaiannya kpd masyarakat 6. Memberikan usulan sasaran inflasi kpd Tim Pengarah TPI 7. Melakukan tugas lain sehubungan dgn pengendalian inflasi 8. Memberikan masukan kepada TPID 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Mengevaluasi sumber dan potensi tekanan inflasi di masing-masing daerah 2. Melakukan langkah-langkah preventif dan kuratif dlm pengendalian inflasi daerah: <ul style="list-style-type: none"> - menjamin ketersediaan pasokan, terutama bhn pangan - meminimalkan dampak administered prices di daerah 3. Merekomendasikan kebijakan kpd Tim Pengarah TPID yg konsisten dgn sasaran inflasi 4. Diseminasi sasaran dan upaya pencapaiannya kpd masyarakat daerah setempat. 5. Memberikan feed-back dan atau usulan kepada TPI



Bagan 5.3. Alur Koordinasi dan Konsolidasi dalam Tataran Teknis TPI



Bagan 5.4. Alur Koordinasi dan Konsolidasi dalam Tataran Teknis TPID

Tabel 5.2.
Kerjasama Pengendalian Inflasi

SASARAN	DAMPAK	JENIS KEBIJAKAN
KEBIJAKAN STRUKTURAL JANGKA PANJANG		
Kenaikan TFP dan produktivitas SDM	Peningkatan daya saing dan efisiensi produksi	Mempercepat alih teknologi, mendorong PMA, dan sistem upah berdasarkan kenaikan produktivitas
Liberalisasi pasar domestik secara bertahap dan selektif, serta menghilangkan distorsi pasar	Meningkatkan efisiensi dan tingkat persaingan di pasar domestik	Membuka pasar domestik, menghilangkan hambatan non-tarif, dan menurunkan hambatan tarif secara berjadwal dan selektif
Peningkatan Kapasitas Ekonomi	Kenaikan investasi --> produksi --> penurunan output gap	Infrastruktur, iklim investasi, insentif pajak, kepastian usaha
Penguatan Sistem Ketahanan Pangan Nasional	Meningkatkan cadangan pangan nasional, operasi pasar, dan perencanaan produksi dan impor bahan pangan strategis	Kementan, Menko Perekonomian, Kemendag, Pemda
KEBIJAKAN JANGKA PENDEK		
Impor Komoditas Strategis sesuai kebutuhan	untuk cadangan pangan nasional menghadapi gangguan distribusi dan pasokan	BULOG, Kementan, Kemendag
Mendorong Produksi Tanaman Pangan	Memenuhi swasembada dan menurunkan tekanan Volatile food	Kementan, Pemda
Pengendalian inflasi di daerah	Menghilangkan sumber persistensi inflasi, gangguan pasokan dan distribusi di daerah	TPID (KBI, Pemda, instansi daerah lainnya)

Yang terakhir, sebagai bagian dari upaya meningkatkan kapasitas sektor riil yang akan berpengaruh pula terhadap inflasi, Bank Indonesia juga berkoordinasi dengan pemerintah antara lain melalui MoU atau keikutsertaan dalam forum-forum koordinasi pembangunan ekonomi. Contoh bentuk koordinasi yang dilakukan khususnya kepada UMKM antara lain dalam bentuk pemberian pelatihan kepada tenaga pendamping UMKM, kerjasama penelitian pola pembiayaan untuk komoditas tertentu, peningkatan penyaluran kredit program terutama KUR dll.

5.1.3. Koordinasi Kebijakan dalam rangka Pengendalian *Capital Flows*

Selain koordinasi mengenai inflasi, Bank Indonesia juga perlu melakukan kerjasama dalam hal

pengendalian aliran modal. Untuk mengatasi dampak aliran masuk modal asing (*capital flows*). Hal ini dengan pertimbangan bahwa dasarnya aliran masuk modal asing ke pasar keuangan Indonesia, khususnya pasar SUN, dapat memberikan tekanan apresiatif pada perkembangan nilai tukar rupiah. Sebaliknya, jika terjadi pembalikan aliran modal asing keluar perekonomian Indonesia secara tiba-tiba dan dalam jumlah yang besar (*large and sudden reversal*), hal tersebut akan meningkatkan risiko kejatuhan harga SBN dan pelemahan nilai tukar rupiah, yang selanjutnya menimbulkan kerugian pada beban fiskal, tekanan pada stabilitas sistem keuangan, dan beban operasi moneter.

Untuk itu, Bank Indonesia perlu kerja sama dengan Pemerintah dengan sasaran kerjasama sebagai berikut:

Tabel 5.3.
Kerjasama Mengatasi Capital Inflows

SASARAN	DAMPAK	JENIS KEBIJAKAN
Menjaga kebijakan makro ekonomi yang sehat	Menjaga stabilitas makro untuk menjaga ekspektasi/persepsi pelaku pasar	Koordinasi kebijakan moneter dan fiskal
Financial Deepening	Menjaga stabilitas Sistem Keuangan dari gejolak capital flows	Penguatan pasar uang, pasar saham, pasar obligasi Penguatan lembaga keuangan, baik bank maupun non-bank Penguatan infrastruktur perbankan, pasar uang, pasar saham, pasar obligasi
Mendorong pembiayaan infrastruktur dg capital inflows	Shifting dari jangka pendek ke jangka panjang shg mengurangi kemungkinan reversal	Penerbitan obligasi infrastruktur

Untuk mendukung langkah tersebut, kerjasama Bank Indonesia dengan Pemerintah dapat dilakukan dalam pengelolaan likuiditas domestik, dengan sasaran antara lain sebagai berikut :

Tabel 5.4.
Kerjasama Mengelola Likuiditas

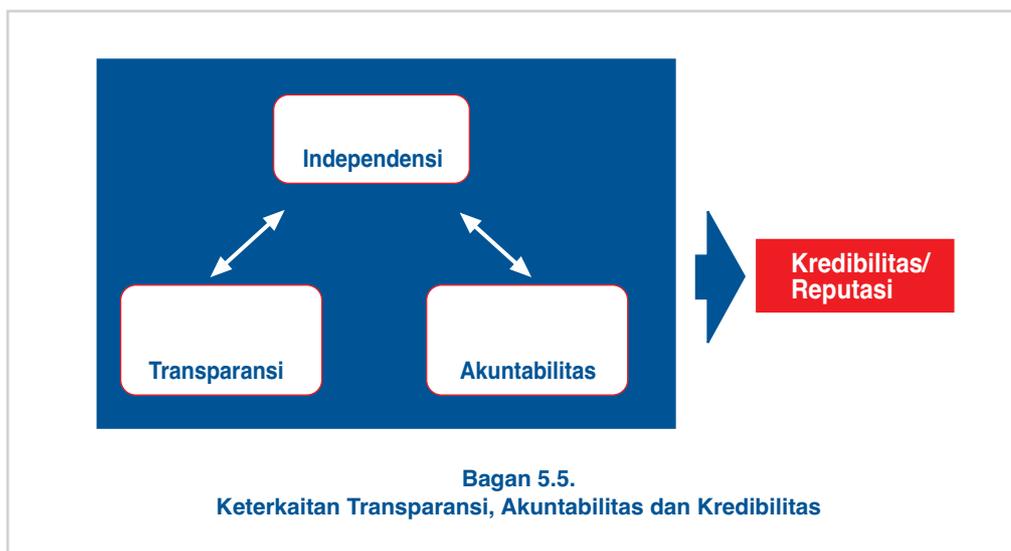
SASARAN	DAMPAK	JENIS KEBIJAKAN
Treasury Single Account (TSA)	- Efektif mengurangi eksek likuiditas bank lbh permanen - Mengurangi beban penyerapan likuiditas oleh BI	Koordinasi dengan Kemenkeu selaku bendahara negara dan KPKN
Mengkonversi SUN di BI menjadi tradable (ALM)	- Bisa menjadi instrumen penyerapan likuiditas - Mengurangi beban penyerapan likuiditas oleh BI	Koordinasi dengan Kemenkeu selaku bendahara negara
Penguatan Pasar SUN	Meningkatkan daya serap SUN terhadap eksek likuiditas	Koordinasi dengan Kemenkeu

5.2 Komunikasi Kebijakan

5.2.1 Peran Komunikasi dalam FITF

Komunikasi memiliki peran yang sangat penting dalam implementasi Flexible ITF (FITF). Paling tidak terdapat tiga alasan mengapa komunikasi mempunyai peranan yang sangat penting dalam

kebijakan moneter (Amato et al, 2003). *Pertama*, independensi bank sentral memerlukan akuntabilitas kepada publik melalui transparansi kebijakan. Salah satu cara untuk meningkatkan transparansi tersebut adalah melalui komunikasi yang efektif. *Kedua*, banyak hasil empiris membuktikan bahwa bank sentral dapat memengaruhi aktivitas riil



perekonomian melalui ekspektasi. Melalui komunikasi yang efektif, bank sentral dapat meningkatkan pemahaman masyarakat terhadap kebijakan moneter yang diimplementasikan untuk mencapai target inflasi. *Ketiga*, dalam pasar keuangan yang lebih maju, harga aset sangat ditentukan oleh ekspektasi pelaku pasar mengenai perekonomian, termasuk inflasi dan suku bunga. Dalam hal ini, komunikasi bank sentral sangat berperan dalam membentuk dan mengarahkan ekspektasi pelaku pasar.

Independensi BI yang disertai dengan transparansi dan akuntabilitas akan bersinergi **meningkatkan kredibilitas/reputasi** BI di mata masyarakat. **Dalam FITF komunikasi tidak hanya merupakan sarana bagi bank sentral dalam meningkatkan transparansi dan akuntabilitas, namun juga berperan sebagai salah satu instrumen kebijakan moneter.** Perilaku ekonomi masyarakat yang dibangun oleh ekspektasi sesuai dengan harapan bank sentral akan meningkatkan efektivitas transmisi kebijakan moneter yang dilakukan oleh BI serta meningkatkan efisiensi pasar.

Berbagai studi literatur menunjukkan bahwa transparansi melalui komunikasi bank sentral dapat mengurangi ketidakpastian pada masyarakat dan mengurangi ketidaksimetrisan informasi antara bank

sentral dengan sektor swasta. Ekspektasi masyarakat yang tidak terarah, terutama pada saat adanya guncangan pada sistem keuangan dapat berdampak negatif yang membahayakan stabilitas makro ekonomi. Pengalaman krisis global telah memberikan pelajaran bahwa komunikasi *stance* kebijakan bank sentral sangatlah penting dalam mengurangi peningkatan risiko krisis akibat ekspektasi pasar yang tidak terarah dengan baik.

Transparansi dan komunikasi yang baik juga dapat mengedukasi masyarakat agar lebih bersifat *forward looking* mengenai perekonomian.

Masyarakat menjadi lebih dapat memprediksi kebijakan moneter yang akan dilakukan oleh BI, sehingga ketika terjadi *shocks* yang bersifat jangka pendek mereka akan lebih rasional dan tidak panik. Hasil penelitian juga membuktikan bahwa transparansi dapat menurunkan ekspektasi inflasi dan menurunkan *sacrifice ratio* (biaya yang timbul akibat penurunan inflasi).

5.2.2 Strategi Komunikasi BI dalam FITF

Dalam kerangka FITF, di mana terdapat beberapa instrumen (bauran) kebijakan yang dilakukan oleh BI, maka **komunikasi yang dilakukan perlu didesain dengan baik agar *stance* kebijakan**



yang akan diambil tetap jelas dan dimengerti oleh masyarakat. Perubahan kerangka kebijakan BI yang lebih fleksibel perlu dikomunikasikan dengan baik pada tahap awal karena pemahaman masyarakat mengenai kerangka FITF ini akan berpengaruh terhadap penerimaan mereka terhadap *stance* kebijakan moneter BI ke depan. Oleh karena itu perlu disusun suatu kesatuan desain komunikasi BI dalam kerangka FITF. Tujuan, strategi, target *audience*, materi serta media yang digunakan perlu dirumuskan dengan jelas dan terintegrasi dalam suatu kerangka kerja komunikasi kebijakan moneter (Bagan 5.6).

Tujuan Komunikasi

Tujuan utama dari komunikasi BI dalam FITF adalah **meningkatkan efektivitas kebijakan moneter dengan membangun pemahaman, menggerakkan ekspektasi, dan mengurangi ketidakpastian.**

Tujuan utama ini dapat diturunkan menjadi beberapa tujuan sebagai berikut :

- i. **Memberikan pemahaman kepada publik (*public education*)** tentang tujuan kebijakan moneter, kerangka kerja dan kerangka operasional kebijakan moneter, transmisi kebijakan moneter dalam FITF, serta *stance* kebijakan moneter.
- ii. **Menggerakkan ekspektasi publik dan pelaku pasar.** Dalam konteks ini komunikasi harus mampu memengaruhi ekspektasi masyarakat yang mendasari kegiatan ekonominya sehingga mampu mempercepat dan memperkuat efektivitas transmisi kebijakan moneter.
- iii. **Mengurangi ketidakpastian, meredam 'noise', dan meningkatkan kepastian arah ke depan (*predictability*)** sehingga mengurangi volatilitas pasar keuangan.

Strategi Proaktif

Komunikasi yang dilakukan BI harus bersifat **Proaktif**. Hal ini berarti BI yang berinisiatif untuk melakukan komunikasi terhadap seluruh stakeholder terkait, melalui berbagai saluran dan media komunikasi yang tepat. Materi komunikasi BI juga harus bersifat dinamis sesuai dengan kondisi perekonomian dan target *audience* yang dituju.

Prinsip Komunikasi

Komunikasi kebijakan moneter dilakukan dengan menggunakan beberapa prinsip dasar dibawah ini :

i. Framework-based approach

Sejalan dengan perubahan kerangka kebijakan moneter BI menjadi FITF, maka komunikasi yang dilakukan harus berlandaskan pada kerangka kerja tersebut.

ii. Transparency

Dalam komunikasinya, Bank Indonesia harus memberikan informasi yang penting dan dibutuhkan masyarakat berdasarkan kejujuran. Semua informasi yang disampaikan ke masyarakat harus berdasarkan fakta/kebenaran, namun tidak semua fakta/kebenaran perlu disampaikan ke publik.

iii. Predictability

Komunikasi BI harus mampu memberikan gambaran yang jelas bagi masyarakat mengenai *stance* kebijakan BI serta outlook ke depan.

Dengan demikian diharapkan komunikasi yang dilakukan dapat memengaruhi ekspektasi publik dan BI dapat mengantisipasi perilaku mereka tanpa menimbulkan gejolak di pasar keuangan. Selain itu terprediksinya kebijakan moneter ke depan dapat menghilangkan ketidakpastian pada masyarakat dan mengurangi ketidaksimetrisan informasi antara bank sentral dengan sektor swasta.

iv. Comprehensive

Komunikasi yang disampaikan harus lengkap dan tidak sepotong-potong sehingga mencegah terjadinya bias dan mispersepsi di masyarakat.

Gambaran mengenai latar belakang kebijakan yang diambil, konsistensinya dengan kebijakan lain perlu diinformasikan dengan jelas agar masyarakat memandang BI sebagai suatu kesatuan. Selain itu, informasi yang disampaikan harus relevan, disampaikan secara jelas dan tepat waktu.

v. Research, Action, Communication, Evaluation

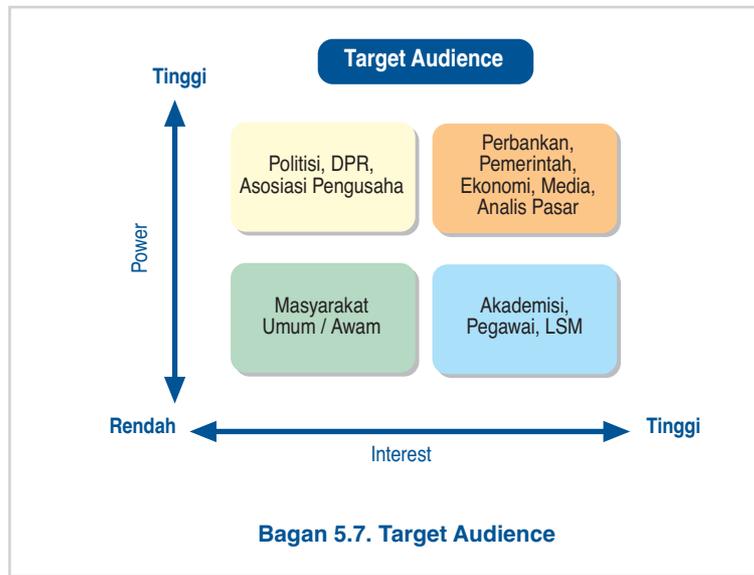
Sebelum melakukan suatu program komunikasi perlu dilakukan kajian/riset mengenai persepsi publik, jalur komunikasi yang efektif, dan materi yang akan disampaikan. Komunikasi dilakukan secara konsisten dan kontinu dan setelah selesai harus dilakukan evaluasi untuk memperoleh *feedback* serta menguji efektivitas komunikasi.

Target Audience

Stakeholder eksternal yang menjadi target dari komunikasi BI dapat dibedakan atas beberapa kelompok sesuai dengan peran/profesi mereka dalam perekonomian. Pembagian kelompok target komunikasi tersebut adalah media massa, analis pasar keuangan, industri perbankan, ekonom, para pelaku usaha di sektor riil, akademisi, politisi, pemerintah, LSM dan masyarakat umum.

Prioritas utama target *audience* dari komunikasi BI adalah *stakeholders* yang memiliki *interest* terhadap kebijakan moneter dan memiliki pengaruh yang besar. Sebagaimana digambarkan di bawah ini, **target utama komunikasi BI adalah perbankan, pemerintah, ekonomi, media massa serta para analis pasar.**

Komunikasi dengan internal BI juga sangat penting agar terjadi kesamaan pemahaman dan sinergi kebijakan yang dilakukan oleh berbagai satuan kerja. Selain itu mengingat isu komunikasi di



BI sangat beragam, maka perlu ada koordinasi yang dilakukan dalam sektor moneter maupun antar sektor di Bank Indonesia agar pesan yang disampaikan dapat terorkestrasi dengan baik dan tidak membingungkan publik. Dalam hal ini, **DKM bertindak sebagai koordinator komunikasi sektor moneter, sedangkan koordinasi antar sektor dilakukan oleh DPSHM.**

Pesan/Materi Komunikasi

Masyarakat perlu diberikan informasi yang lengkap dan komprehensif mengenai berbagai aspek yang terkait dengan kebijakan moneter Bank Indonesia. Untuk itu, cakupan dari pesan komunikasi yang harus disampaikan antara lain :

i. Tujuan Bank Indonesia dan Tujuan Kebijakan Moneter

BI perlu mengkomunikasikan dengan jelas bahwa tujuan Bank Indonesia diperluas menjadi tidak hanya menjaga dan memelihara kestabilan nilai Rupiah, namun juga menjaga stabilitas sistem keuangan.

Terkait dengan tujuan kebijakan moneter, perlu ditekankan bahwa **tujuan akhir FITF** adalah

mencapai sasaran inflasi sebagai *overriding objective* kebijakan moneter. Namun, dalam formulasi kebijakan moneter untuk mencapai stabilitas harga, BI akan mempertimbangkan pula stabilitas sistem keuangan. Perlu dikomunikasikan pula bahwa substansi ‘harga’ tidak hanya terkait dengan indikator harga barang dan jasa (IHK), namun juga indikator harga di sektor keuangan, mencakup perkembangan nilai tukar, harga saham dan obligasi.

Untuk menghindari potensi munculnya kebingungan masyarakat mengenai tujuan utama dari kebijakan moneter, mengutamakan stabilitas harga, nilai tukar atau stabilitas keuangan, maka tujuan kebijakan moneter yang benar harus dituliskan dengan jelas dalam *website* dan berbagai publikasi lain BI.

ii. Kerangka Kerja dan Strategi Kebijakan Moneter

Penguatan kerangka kerja kebijakan moneter yang dilakukan oleh BI dengan cara pengimplementasian FITF perlu dikomunikasikan dengan baik kepada masyarakat. Point-point penting yang perlu dikomunikasikan antara lain meliputi :

- Alasan pemilihan FITF sebagai kerangka kebijakan moneter di Indonesia.
- Perbedaan utama antara kerangka kerja FITF dengan ITF yang diterapkan sebelumnya.
- Penjelasan mengenai Bauran Kebijakan yang mengintegrasikan kebijakan moneter, makroprudensial, nilai tukar serta komunikasi dalam mencapai tujuan stabilitas moneter dan stabilitas keuangan (dan pada akhirnya kestabilan harga)
- Penjelasan mengenai bauran instrumen yang digunakan oleh BI selain suku bunga dan pengelolaan likuiditas, seperti kombinasi GWM, intervensi/sterilisasi valas, *counter cyclical CAR*, *Loan to Value*, bobot resiko aset.

Dalam mengkomunikasikan kerangka kerja dan strategi kebijakan moneter ini perlu ditekankan pula komitmen BI bahwa kebijakan moneter dilakukan dengan cara yang sistematis, menggunakan *framework* yang jelas, bersifat *forward looking*, dan independen dalam pengambilan keputusan kebijakan moneter.

iii. Keputusan Kebijakan Moneter dan Stance Kebijakan Moneter ke Depan

Dalam rangka mengurangi ketidaksimetrisan informasi antara masyarakat dengan BI serta membentuk ekspektasi maka komunikasi mengenai keputusan kebijakan moneter dan stance kebijakan moneter ke depan perlu dilakukan. Besaran target inflasi yang akan dicapai dalam horison 3 tahun ke depan perlu dikomunikasikan secara jelas dan kontinu agar mengarahkan ekspektasi inflasi masyarakat kepada target tersebut. Dalam setiap pengumuman kebijakan moneter, masyarakat perlu diinformasikan mengenai **latar belakang diambilnya suatu kebijakan, tujuan yang ingin dicapai serta konsekuensi yang mungkin terjadi.**

Kondisi perekonomian saat ini, ketidaktercapaian target dan tindakan yang telah diambil untuk memperbaikinya juga perlu dijelaskan dengan bahasa yang jelas, lugas dan mudah dimengerti oleh masyarakat.

Untuk membantu kejelasan atas *stance* kebijakan moneter, salah satu alternatif yang patut dipertimbangkan adalah dengan membuat klasifikasi. Namun, hal ini membutuhkan konsistensi yang lebih tinggi, sesuai dengan konsep ITF yang dikenal dengan "*say what you do and do what you say*". **Klasifikasi stance kebijakan moneter** ini yang dapat digunakan, sebagai contoh, adalah sebagai berikut:

Tabel 5.5.
Klasifikasi Stance Kebijakan Moneter

KLASIFIKASI STANCE	DAMPAK KEBIJAKAN
SANGAT KETAT (very tight)	Inflasi turun lebih dari 2 %
PENGETATAN (tight)	Inflasi turun 1 % - 2%
CENDERUNG KETAT (tight bias)	Inflasi turun mak 1%
TIDAK BERUBAH AKOMODATIF	Inflasi masuk dalam target
PELONGGARAN	Inflasi naik 1 % - 2%
SANGAT LONGGAR	Inflasi naik lebih dari 2 %

Beberapa langkah yang perlu ditempuh *stance* kebijakan moneter BI dapat terkomunikasikan dengan baik kepada eksternal dan internal antara lain sebagai berikut :

- Dalam setiap Rapat Dewan Gubernur, Dewan Gubernur perlu menyetujui *stance* kebijakan moneter secara jelas, di samping memutuskan level BI rate.
- Stance* kebijakan moneter berikut level BI rate menjadi topik *sentence* dalam *press release*.
- Stance* kebijakan moneter perlu dikomunikasikan secara luas kepada seluruh pegawai Bank Indonesia, baik di Pusat maupun KBI serta ke seluruh masyarakat melalui berbagai saluran komunikasi yang ada seperti *website*.

- d. Dalam setiap kesempatan program komunikasi kebijakan moneter dengan pihak eksternal (media massa, bahan pidato DG/ PBI, pelatihan wartawan, seminar dengan staf ahli Komisi XI, seminar dengan CEO, ekonom, pelaku pasar, dll), *stance* kebijakan moneter perlu dikomunikasikan dengan jelas, di samping isu-isu lain yang menjadi topik utama pembahasan.

iv. Proyeksi/Outlook Ekonomi Ke depan

Dalam rangka mengarahkan ekspektasi masyarakat, BI perlu mengkomunikasikan secara berkala proyeksi berbagai indikator makroekonomi dan indikator sistem keuangan dengan horizon 1-2 tahun ke depan. Komunikasi mengenai proyeksi/outlook dapat disampaikan sebagai bagian dari laporan publikasi BI, disampaikan dalam berbagai kegiatan diseminasi (seperti seminar dll) serta dituliskan dalam website BI. Hal yang perlu diperhatikan dalam penyampaian proyeksi adalah asumsi dan model

yang digunakan serta risiko-risiko yang mungkin merubah hasil proyeksi tersebut.

Sebagai bagian dari upaya peningkatan transparansi terhadap proyeksi yang disampaikan, BI seharusnya mempublikasikan model-model ekonomi yang digunakan dalam berbagai publikasi ilmiah. Selain meningkatkan transparansi dan akuntabilitas, hal ini memberikan peluang bagi para akademisi untuk memberikan masukan dalam rangka penyempurnaan model yang digunakan BI.

Media Komunikasi

Berbagai media komunikasi yang saat ini telah digunakan, perlu lebih dioptimalkan agar strategi komunikasi BI dapat lebih efektif. Selain itu dapat ditambahkan media-media komunikasi baru seperti Blog / Podcast / Webcast. Media komunikasi yang dipilih perlu diformulasikan sesuai dengan target *audience* yang berbeda.

Tabel 5.6.
Media Komunikasi BI dan Target Audience

	Media massa	Analisis pasar keuangan	Industri perbankan	Ekonom	Para pelaku usaha di sektor riil	Akademisi	Politisi	LSM	Masyarakat	Umum	Internal BI
1. Website	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
2. Publikasi Kebijakan Moneter (TKM, LKM, IEO, BEMP, Working Papers)		√	√	√	√	√					
3. Pidato Dewan Gubernur (Speech)	√	√	√	√	√	√	√	√			
4. Press Release	√	√	√	√	√				√		
5. Press Conference	√	√	√	√	√		√			√	
6. Seminar / Diskusi		√	√	√	√	√			√		
7. Tulisan / Artikel	√				√	√			√	√	
8. Blog / Podcast / Webcast	√										√
9. Kegiatan informal				√	√					√	
10. Media komunikasi internal BI											√

Komunikasi pada Masa Krisis

Pada masa krisis, komunikasi merupakan instrumen kebijakan yang sangat penting bagi bank sentral yang bertujuan untuk meredam gejolak atau ketidakpastian kondisi ekonomi. Hal ini dilakukan dengan meningkatkan kepercayaan dan keyakinan publik bahwa bank sentral akan melakukan sesuatu untuk mengatasi krisis. Kepercayaan ini akan mencegah publik melakukan tindakan-tindakan yang menambah dampak dari krisis seperti terjadinya penarikan dana besar-besaran dari bank (*rush*), dan pembelian barang dalam jumlah banyak sekaligus.

Komunikasi pada masa krisis memiliki beberapa prinsip yakni: i) cepat dalam memberikan penjelasan/*statement*; dan ii) kedua menyampaikan penjelasan secara komprehensif untuk menghindari informasi-informasi yang asimetrik dan menimbulkan mispersepsi pasar. Adapun beberapa saluran komunikasi yang efektif saat krisis adalah pernyataan dari Gubernur/Dewan Gubernur BI serta Press Conference.

Batas-batas komunikasi

Meskipun BI perlu meningkatkan transparansi kebijakan moneternya, namun terdapat batasan-batasan yang diperlukan agar komunikasi yang telah dilakukan tidak menghambat fleksibilitas BI dalam mengambil kebijakan. Hal yang dapat dilakukan antara lain dengan memberlakukan "*black out period*" yang membatasi *statement* ke publik sebelum RDG (misalnya 1 minggu atau 3 hari sebelumnya) untuk menghindari spekulasi keputusan suku bunga. Selain itu BI perlu menghindari komunikasi yang terlalu sering, terutama jika tidak ada pesan penting yang akan disampaikan untuk menghindari berita-berita yang lebih di "arahkan" oleh media.

Design *Flexible* ITF

“Dalam pencapaian overriding objectives, secara substantif ITF dan Flexible ITF adalah sama, yaitu pengendalian inflasi. Perbedaan yang penting adalah terkait dengan pemaknaan substansi “fleksibilitas”, yaitu fleksibel dalam menempatkan kerangka stabilitas sistem keuangan dengan penerapan bauran instrumen kebijakan moneter– makroprudensial; fleksibel dalam menempatkan peran kerangka strategi pengelolaan nilai tukar; serta penguatan kelembagaan untuk mengoptimalkan per koordinasi dan komunikasi kebijakan.”

6.1. Pendekatan dalam Penguatan Kerangka Kerja Kebijakan Moneter

Ada 5 aspek yang digunakan sebagai dasar pijakan dalam merumuskan kerangka kerja kebijakan moneter baru yang dikenal dengan *Flexible* ITF atau disingkat F-ITF. Kelima aspek tersebut adalah :

- 1) **Kerangka ITF yang berlaku selama ini.** Hal ini berarti bahwa Bank Indonesia masih tetap menggunakan rejim *Inflation Targeting* dengan sasaran akhir pencapaian sasaran inflasi sebagai *overriding objective*. ITF ini dipandang masih relevan dengan kondisi ekonomi saat ini. Namun, penggunaan ITF ini diikuti dengan penguatan-penguatan agar lebih efektif dalam mencapai sasaran inflasi sesuai dengan perkembangan ekonomi terakhir, baik domestik maupun internasional.
- 2) **Tantangan Struktural ke Depan.** Sejalan dengan perkembangan perekonomian Indonesia yang bergerak secara dinamis, disain baru kerangka kerja kebijakan moneter ini diharapkan bisa menjawab berbagai tantangan yang akan dihadapi di masa depan, terutama tantangan yang bersifat struktural/fundamental.
- 3) **Pelajaran dari Krisis Global.** Belajar dari krisis global 2008-2009 yang lalu, banyak pelajaran penting yang bisa dipetik untuk menyempurnakan kerangka ITF. Tujuannya tidak lain agar bisa lebih efektif dalam mengendalikan inflasi dengan tetap memberikan perhatian pada potensi tekanan baik yang bersumber dari perubahan perilaku di sektor keuangan, maupun krisis ekonomi.
- 4) **Prinsip-Prinsip Dasar Kebijakan Moneter.** Disain baru kerangka kebijakan moneter *Flexible* ITF berpedoman pada prinsip-prinsip dasar kebijakan moneter. Hal ini mengingat beberapa prinsip dasar kebijakan moneter hasil riset terakhir para pakar moneter masih relevan dipadu-padankan dengan ITF.

- 5) **Evaluasi Kinerja ITF.** Hasil asesmen DKM terhadap implementasi pelaksanaan ITF selama ini bisa menjadi pijakan awal untuk penyempurnaan design *Flexible* ITF.

Sementara itu, lima elemen dasar *Flexible* ITF dirumuskan berdasarkan pada beberapa pemikiran yaitu:

1. Inflation Targeting sebagai strategi dasar kebijakan moneter

Substansi utama dari hal ini adalah bahwa pengendalian inflasi sesuai target sebagai *overriding objective* kebijakan moneter. *Trade-off* pertumbuhan ekonomi, stabilitas nilai tukar dan stabilitas sistem keuangan dipertimbangkan dalam perumusan kebijakan moneter; namun, apabila terjadi konflik, pencapaian target inflasi yang diutamakan. Selain itu, akan dilakukan penguatan pada elemen kelembagaan ITF, seperti independensi, akuntabilitas, dan transparansi kebijakan moneter.

2. Integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial dalam mencapai kestabilan makroekonomi secara keseluruhan

Penguatan keterkaitan antara kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan dilakukan melalui integrasi kebijakan moneter dengan kebijakan makroprudensial. Krisis global memberi pelajaran pentingnya peran *financial accelerator* dalam kebijakan moneter. Stabilitas sistem keuangan menentukan efektivitas transmisi kebijakan moneter. Demikian pula, respon kebijakan moneter berpengaruh terhadap stabilitas sistem keuangan. Untuk itu sangat diperlukan penerapan bauran instrumen kebijakan. Dalam hal ini, respon kebijakan suku bunga, sebagai *stance* kebijakan utama, perlu didukung oleh kebijakan nilai tukar dan kebijakan makroprudensial untuk pengelolaan alian modal asing dan likuiditas domestik.

3. Peran kebijakan nilai tukar dan kebijakan arus modal dalam kerangka kebijakan moneter untuk mencapai kestabilan harga

Penguatan kebijakan nilai tukar dalam rangka pencapaian stabilitas harga. Penentuan *path* nilai tukar dilakukan konsisten dengan pencapaian sasaran inflasi dan stabilitas makro ekonomi. Solusi "*possible trinity*" yang optimal dicari dengan melihat keterkaitan kebijakan stabilisasi nilai tukar dengan pengelolaan *capital flows*, dan implikasinya terhadap kecukupan cadangan devisa.

4. Penguatan kerangka koordinasi kebijakan Bank Indonesia dengan Pemerintah untuk mengendalikan harga serta menjaga stabilitas moneter dan sistem keuangan.

Penguatan kerangka koordinasi menjadi sangat penting mengingat selain dari sisi permintaan, sumber tekanan inflasi juga berasal dari sisi penawaran dan komoditi strategis. Selain itu, semakin terbatasnya kapasitas ekonomi dan kendala implementasi program infrastruktur menyaratkan penerapan strategi kebijakan yang terintegratif di antara otoritas kebijakan. Tidak hanya itu, dalam perspektif yang lebih luas, koordinasi kebijakan dapat dilakukan dalam pengendalian *capital flows* mengingat karakteristik aliran masuk modal asing (portfolio) yang sensitif terhadap *shocks* isu pembalikan.

5. Penguatan komunikasi kebijakan moneter dan makroprudensial sebagai bagian dari instrumen kebijakan.

Komunikasi kebijakan moneter bukan lagi ditujukan hanya untuk transparansi dan akuntabilitas, namun lebih sebagai sebuah instrumen kebijakan moneter yang sangat berperan. Dalam komunikasi kebijakan didesain untuk menggerakkan ekspektasi publik dan pelaku pasar, mengurangi ketidakpastian, meredam 'noise', dan meningkatkan kepastian

arah ke depan (*predictability*) sehingga mengurangi volatilitas pasar keuangan, serta sekaligus memberikan pemahaman kepada publik (*public education*) tentang tujuan kebijakan moneter, kerangka kerja dan kerangka operasional kebijakan moneter, transmisi kebijakan moneter.

Dengan landasan 5 elemen dasar tersebut, kerangka kerja kebijakan *Flexible* ITF dapat diuraikan pada beberapa bagian di bawah ini.

6.2. Kerangka Strategis Kebijakan

6.2.1. Komponen dari Kerangka Strategis

a. Tujuan Akhir Kebijakan

- Tujuan akhir kebijakan moneter adalah mencapai dan menjaga stabilitas harga yang tercermin dari laju inflasi yang rendah dan stabil.
- Dalam implementasinya, laju inflasi yang rendah dan stabil ini diwujudkan dalam bentuk pencapaian target inflasi selama 3 tahun ke depan.

b. Indikator Kebijakan

- Yang dimaksud indikator kebijakan adalah beberapa variabel yang digunakan sebagai indikator atau rujukan informasi mengenai seberapa jauh tujuan menjaga stabilitas harga telah tercapai. Indikator variabel terdiri atas ekspektasi inflasi, output gap, dan indikator stabilitas sistem keuangan yang terdiri atas 3 komponennya yaitu stabilitas pasar keuangan, industri keuangan yang sehat, kuat dan pruden, dan fungsi intermediasi yang berjalan dengan efisien sesuai dengan kapasitasnya.
- Indikator kebijakan ini diyakini memiliki hubungan yang sangat dekat dengan tujuan pencapaian stabilitas harga. Dengan kata lain, stabilitas harga dapat tercapai bila ekspektasi

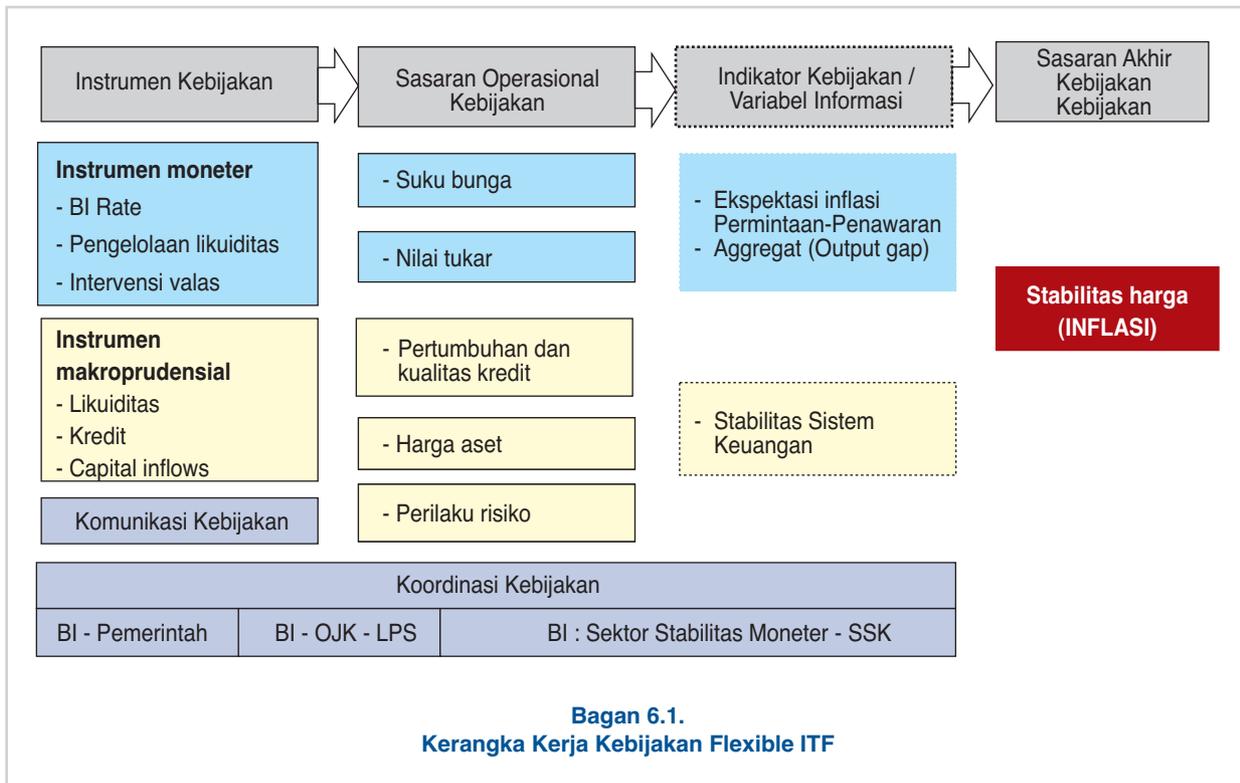
inflasi sudah menjangkar pada sasaran inflasi, output gap mendekati nol yang mengindikasikan aktivitas ekonomi telah mendayagunakan seluruh potensi ekonomi yang ada (*full capacity*), dan terjaganya stabilitas sistem keuangan.

c. Sasaran Operasional/Mekanisme Transmisi

- Sasaran operasional adalah beberapa variabel yang bisa dipengaruhi oleh instrumen kebijakan Bank Indonesia dalam rangka mengarahkan perkembangan indikator kebijakan. Sasaran operasional ini merupakan penghubung antara instrumen kebijakan dengan indikator kebijakan.
- Sasaran operasional ini secara tidak langsung merepresentasikan keberadaan jalur mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam pencapaian sasaran inflasi. Dengan demikian, yang menjadi sasaran operasional Bank Indonesia adalah suku bunga pasar, nilai tukar, pertumbuhan dan kualitas kredit bank, harga aset, dan perilaku resiko di sektor perbankan.
- Suku bunga pasar terdiri atas suku bunga PUAB, simpanan, dan kredit. Nilai tukar mencakup baik nilai tukar nominal maupun riil. Perilaku resiko bank termasuk salah satu jalur transmisi yang semakin penting dalam menjelaskan perilaku bank dalam pemberian kredit melalui perubahan persepsi dan penilaian resiko atas suatu aset.

d. Instrumen Kebijakan

- Ada 3 kategori instrumen kebijakan yang dapat digunakan Bank Indonesia yaitu instrumen moneter, instrumen makroprudensial, dan komunikasi kebijakan moneter.



- Instrumen kebijakan moneter meliputi suku bunga kebijakan (BI rate), instrumen untuk pengelolaan likuiditas, seperti OPT dan intervensi valas. Instrumen makroprudensial terdiri atas instrumen untuk mengendalikan likuiditas, kredit bank, dan arus masuk modal asing. Komunikasi kebijakan moneter merupakan media yang digunakan Bank Indonesia untuk menyampaikan kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia ke masyarakat.

Berdasarkan alur pikir di atas maka kerangka kerja kebijakan *Flexible ITF* secara umum dapat digambarkan pada bagan 6.1.

6.2.2. Sasaran Inflasi

- Sasaran inflasi Bank Indonesia menggunakan IHK sebagai indikator inflasi yang berhubungan langsung dengan barang-barang yang dikonsumsi masyarakat.
- Sasaran inflasi menggunakan inflasi total (*headline inflation*) sesuai dengan hasil penghitungan BPS, bukan inflasi inti (*core inflation*). Hal ini didasarkan oleh beberapa pertimbangan sebagai berikut :
 - Untuk menjaga kredibilitas sasaran inflasi karena masyarakat merasakan langsung dampak inflasi total, termasuk *volatile food* dan *administered prices*.
 - Pelaku usaha dan masyarakat menggunakan inflasi total sebagai *nominal anchor*, bukan inflasi inti.
- Sasaran inflasi dihitung berdasarkan tahun kalender (*year to date*), yaitu pertumbuhan IHK akhir tahun sebelumnya dibandingkan akhir tahun ini.
- Dalam jangka menengah, sasaran inflasi diarahkan untuk mencapai tingkat inflasi yang setara dengan negara kawasan/mitra dagang

pada level 3 – 4 persen. Dalam jangka pendek, sasaran inflasi ditetapkan menurun secara perlahan (*gradual*) atau konstan untuk jangka 3 tahun, untuk menghindari biaya sosial yang besar. Hal ini mengingat dalam jangka pendek ada *trade-off* antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi. *Path* penurunan memperhatikan besarnya *sacrifice ratio*, yaitu persentase besarnya penurunan output untuk setiap 1 persen penurunan inflasi.

- Sasaran inflasi memiliki *time horizon* selama 3 tahun ke depan. Hal ini dimaksudkan untuk memberikan arah (*guidance*) bagi pelaku ekonomi dalam melakukan perencanaan kegiatan ekonomi jangka menengah.
- Dalam menetapkan sasaran inflasi, perlu dirinci atas perkiraan inflasi inti, *volatile food*, dan *administered prices*. Rincian ini diperlukan untuk menjelaskan kepada masyarakat (dalam rangka akuntabilitas) sejauh mana keberhasilan Bank Indonesia dalam mengendalikan inflasi inti. IKU pencapaian sasaran inflasi dihitung berdasarkan pencapaian inflasi inti.
- Sasaran inflasi ditetapkan oleh Pemerintah c.q. Kementerian Keuangan melalui Keputusan Menteri Keuangan (KMK) setelah mempertimbangkan usulan Bank Indonesia. Oleh karena itu, sasaran inflasi ditetapkan setiap 3 tahun sekali untuk jangka 5 tahun ke depan. Hal ini dimaksudkan agar setiap saat selalu tersedia informasi sasaran inflasi 3 tahun ke depan. Adanya sasaran inflasi selama 3 tahun ke depan ini sangat penting agar bisa dijadikan acuan bagi pelaku bisnis dalam melakukan perencanaan usaha jangka menengah. Disamping itu, juga untuk menjangkau *financial cycle* yang lebih panjang. Sebelum mengajukan usulan ke Kementerian Keuangan, Bank Indonesia menyampaikan usulan ini pada Tim Pengendalian Inflasi (TPI) untuk mendapatkan masukan dan kesepakatan.

- Sasaran inflasi menggunakan midpoint dengan kisaran batas atas dan batas bawah masing-masing 1 %. Hal ini dimaksudkan sebagai batas toleransi mengingat masih besarnya *shock* dalam perekonomian yang susah diprediksi.

6.2.3. Indikator Kebijakan: Ekspektasi, Output Gap dan Indikator SSK

- Sasaran operasional kebijakan moneter adalah menjangkar ekspektasi inflasi jangka menengah menuju sasaran inflasi jangka menengah. Dengan menjangkar ekspektasi jangka menengah, maka dinamika tekanan inflasi jangka pendek yang bersifat temporal diyakini tidak akan mempengaruhi dan tidak akan mengubah ekspektasi jangka menengah.
- Indikator ekspektasi inflasi masyarakat perlu dirinci minimal menjadi 4 kelompok masyarakat, yaitu ekspektasi konsumen, produsen, pelaku pasar, dan ahli ekonomi. Ekspektasi konsumen dan produsen diperoleh dari survey bulanan yang dilakukan Bank Indonesia. Ekspektasi pelaku pasar uang diperoleh dari kurva imbal hasil (*yield curve*) pasar obligasi jangka pendek dan jangka panjang. Semakin tinggi ekspektasi inflasi pelaku pasar tercermin dari *slope* kurva imbal hasil yang relatif curam.
- Ekspektasi inflasi sangat dipengaruhi oleh kredibilitas bank sentral. Bila bank sentral sangat kredibel, yang dibuktikan dengan keberhasilan mencapai target inflasi, maka masyarakat akan percaya bahwa target inflasi pasti akan tercapai, sehingga ekspektasi inflasi masyarakat akan terjankar pada target inflasi tersebut. Sebaliknya, bila bank sentral tidak kredibel maka ekspektasi masyarakat akan bersifat *backward looking* yaitu melihat inflasi periode sebelumnya. Semakin besar kredibilitas bank sentral maka bobot ekspektasi *forward looking* akan semakin besar.

- *Output gap* merupakan salah satu indikator yang penting yang menggambarkan besarnya tekanan inflasi dari sisi permintaan. *Output gap* yang positif berarti ada tekanan permintaan. *Output gap* merupakan selisih (kesenjangan) antara PDB aktual dengan PDB potensial. Mengingat *output gap* merupakan variabel yang tidak dapat diamati (*unobserved variable*), maka Bank Indonesia perlu menyusun metodologi yang *robust* untuk mengestimasi dan mempublikasikan *output gap* tersebut.
- Terdapat beberapa indikator utama dari SSK yang perlu dimonitor dan dianalisis dampaknya ke makro ekonomi, antara lain volume kredit bank, DPK, NPL, dan Modal Bank. Sebaliknya, setiap opsi kebijakan juga perlu mempertimbangkan dampaknya kepada indikator-indikator SSK tersebut.

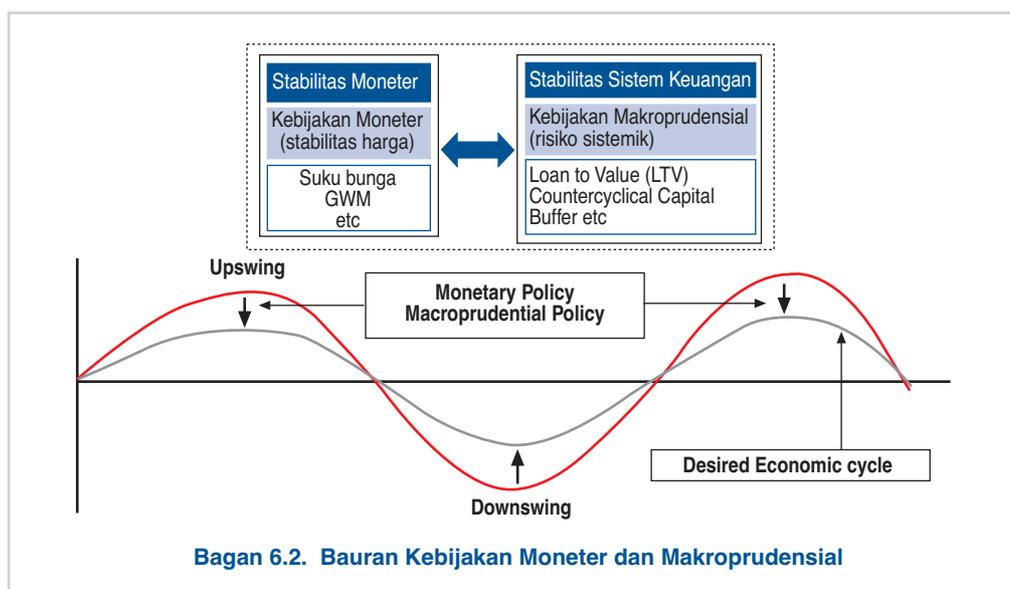
terukur. Dalam kaitan ini, respons bauran kebijakan dilakukan dengan mempertimbangkan beberapa aspek, yaitu:

1. Bank Indonesia akan mengoptimalkan penggunaan instrumen makroprudensial bersama dengan kebijakan moneter untuk secara *countercyclical* menjaga stabilitas moneter dan sistem keuangan secara keseluruhan.
2. Penggunaan instrumen makroprudensial tersebut lebih bersifat sebagai pendukung (*complement*) instrumen kebijakan moneter dalam rangka mencapai stabilitas makro, bukan sebagai pengganti (*substitute*).
3. Keberhasilan pencapaian tujuan kebijakan moneter dan kebijakan makroprudensial harus diupayakan agar memperkuat satu sama lain. Pemilihan penggunaan instrumen tergantung pada sumber tekanan apakah dari sektor keuangan atau dari sektor riil/moneter.
4. Untuk itu, koordinasi kebijakan sangat diperlukan agar integrasi kebijakan tersebut dalam mengelola siklus dan meningkatkan ketahanan sistem keuangan secara makro dapat berjalan dengan baik.

6.3. Kerangka Operasional Kebijakan

6.3.1. Penguatan Bauran Kebijakan Moneter dan Makroprudensial

Kompleksitas tantangan mengharuskan semua instrumen dalam bauran kebijakan moneter dan makroprudensial ditempuh secara seimbang dan



Secara skematik, penggunaan bauran kebijakan moneter dan makroprudensial dilakukan secara sinergis dalam menjaga path siklus bisnis sesuai dengan potensi perekonomian. Kebijakan moneter digunakan untuk menjaga stabilitas moneter yang tercermin pada stabilitas harga dengan instrumen suku bunga, GWM, dll, sementara kebijakan makroprudensial digunakan untuk menjaga stabilitas sistem keuangan, terutama menghadapi resiko sistemik menggunakan instrumen LTV, *countercyclical capital buffer*, dll. Untuk jelasnya lihat Bagan 6.2.

Terkait dengan aspek-aspek di atas, terdapat beberapa hal yang perlu diperhatikan yaitu:

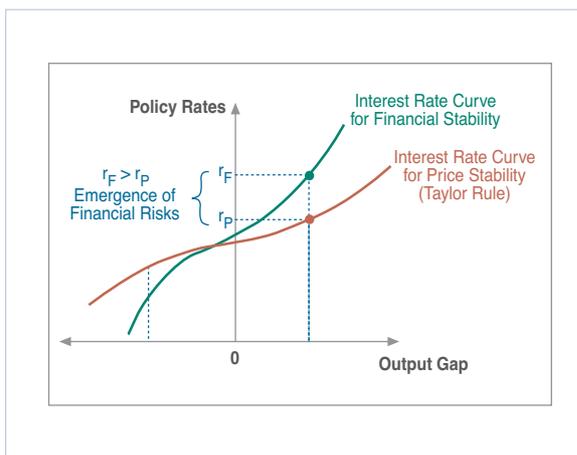
- *Pertama*, sebagai instrumen kebijakan moneter yang utama, perubahan suku bunga kebijakan dilakukan dengan merespon tekanan inflasi yang bersifat fundamental, dalam hal ini tercermin pada perkembangan *core inflation*.
- *Kedua*, penggunaan instrumen kebijakan moneter dan makroprudensial secara bersama-sama bersifat saling melengkapi sehingga dapat digunakan untuk mengelola pengaruh kebijakan dengan baik.
- *Ketiga*, perlunya bauran instrumen yang menelaraskan peran instrumen suku bunga

dengan upaya untuk menjaga stabilitas moneter dan sektor keuangan secara terintegrasi. Dalam banyak kasus, penggunaan instrumen suku bunga saja membutuhkan level yang berbeda antara menjaga stabilitas moneter dengan stabilitas sistem keuangan (grafik kiri). Namun, dengan menggunakan bauran kebijakan maka stabilitas moneter dan sistem keuangan dapat dicapai bersamaan (grafik kanan).

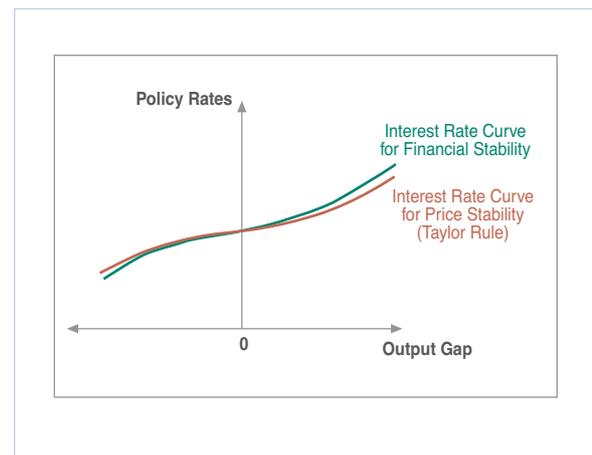
Penerapan Bauran Instrumen Kebijakan Perlu Memperhatikan Timing Dan Magnitude

Timing

- Respons kebijakan perlu diarahkan untuk mengantisipasi sinyal terkait dengan potensi gangguan pd keseimbangan makroekonomi ke depan (*forward looking*).
- Penerapan kebijakan perlu memperhitungkan siklus ekonomi dan siklus keuangan. Perlunya penggunaan indikator atau analisis untuk membimbing respons kebijakan dlm memetakan ketidakseimbangan dan risiko sistemik, yg secara substantif disusun dalam kerangka kerja sistem peringatan dini (*early warning sistem*).



Grafik 6.1
Penggunaan instrumen suku bunga (saja)



Grafik 6.2
Penggunaan suku bunga dan makroprudensial

- Perlu penguatan analisis agar ekstraksi siklus sektor keuangan thd tren jangka panjangnya dapat dilakukan secara tepat waktu dan terukur (misal pertumbuhan kredit yg “berlebihan”, harga aset yg “menggelembung”, likuiditas yg “melimpah”).

Magnitude

- Ketidakpastian dari dampak suatu instrumen makroprudensial memerlukan judgement agar penyesuaian dapat dilakukan dengan baik.
- Penerapan kebijakan perlu dilakukan dengan magnitude yang tepat
- Pengambilan keputusan dilakukan secara diskresi terbatas (*constrained discretion*).

6.3.2. Pengelolaan Dinamika Arus Modal dan Nilai Tukar

Semakin terintegrasinya perekonomian domestik dengan perekonomian global serta derasnya aliran masuk modal asing meningkatkan kompleksitas manajemen makroekonomi, khususnya kebijakan moneter dan nilai tukar. Penguatan pengelolaan dinamika arus modal dan Nilai Tukar dilakukan dengan beberapa prinsip dasar sbb. :

1. Koordinasi penerapan bauran instrumen kebijakan menjadi bagian strategi yang penting dalam menerapkan ‘*possible trinity*’ yang optimal.
2. Di sisi **aliran modal**, dengan tetap menganut rejim devisa bebas, langkah-langkah makroprudensial di bidang arus modal merupakan opsi kebijakan yang bertujuan untuk mengurangi arus modal jangka pendek yang berlebihan.
 - Memberikan ruang/kemungkinan nilai tukar untuk menguat, akumulasi cadangan devisa dan penggunaan kebijakan moneter dan fiskal lainnya.

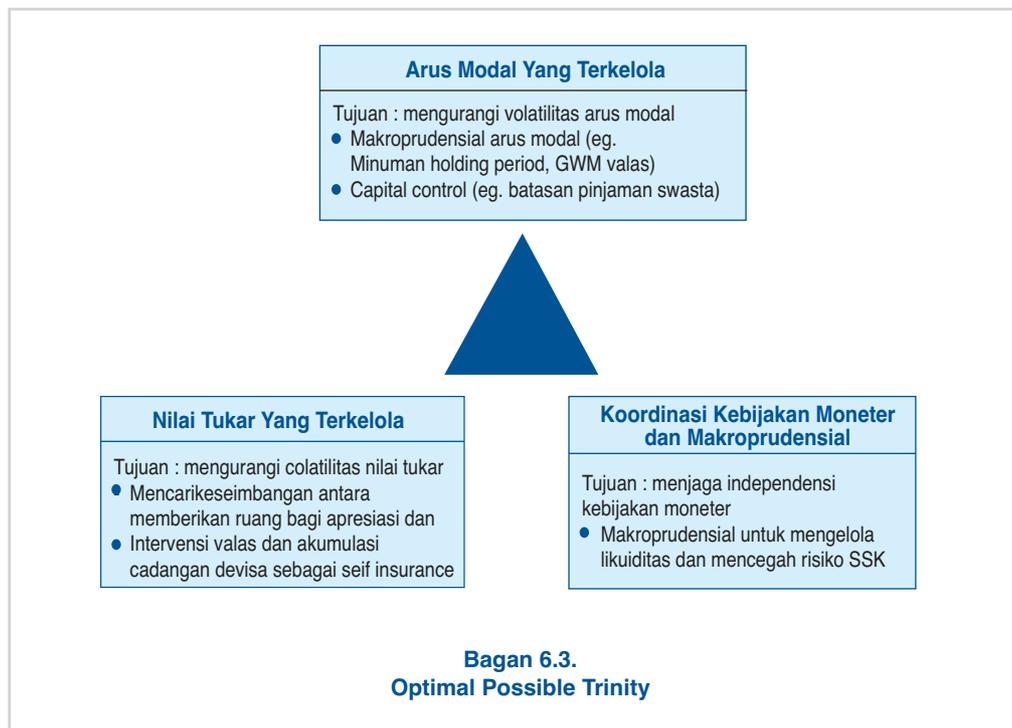
- Senantiasa mempertimbangkan kebijakan-kebijakan yang bersifat prudensial dan struktural untuk mengelola aliran modal masuk
3. Di sisi **nilai tukar**, menghadapi arus modal, nilai tukar dikelola untuk tetap fleksibel dan memberi ruang gerak untuk terapresiasi, namun dijaga agar jangan sampai terlalu melenceng jauh dari nilai tukar fundamentalnya (*overvalued*).
 - Pengelolaan nilai tukar yang sejalan dengan kondisi fundamental dilakukan melalui intervensi di pasar valas secara simetris, yang memberikan ruang gerak apresiatif dalam hal terjadi aliran modal asing yang tinggi.
 - Di sisi **kebijakan moneter**, kompleksitas kebijakan moneter melalui suku bunga sebagian dapat teratasi dengan menerapkan **kebijakan makroprudensial**.
 4. Kebijakan moneter didukung oleh kebijakan makroprudensial yang bertujuan meminimalisir dampak aliran modal masuk pada *aset price bubble* dan pertumbuhan kredit yang berlebihan yang dapat menimbulkan risiko kestabilan moneter dan kestabilan sistem keuangan, termasuk kebijakan capital flow management (CFM).

Secara umum, skema *possible trinity* yang optimal dapat digambarkan pada Bagan 6.3 :

6.3.3. Pengambilan Keputusan

Sejalan dengan penguatan kerangka kerja kebijakan moneter F-ITF, proses pengambilan keputusan dalam formulasi kebijakan moneter juga diperlukan penguatan-penguatan. Ada beberapa area yang perlu diperkuat, yaitu :

1. Perlunya penguatan koordinasi antara sektor moneter dan sektor keuangan. Penguatan ini dilakukan dengan menyatukan pelaksanaan Komite Kebijakan Moneter dan Stabilitas Sistem Keuangan.



2. Perlunya keputusan atas tingkat BI rate dilakukan setiap 2 bulan untuk mengurangi ketidakpastian yang terkait dengan arah kebijakan moneter. Namun, dalam kondisi darurat perubahan tingkat BI rate bisa dilakukan segera tanpa harus menunggu waktu 2 bulan.

Rapat Dewan Gubernur (RDG)

- RDG merupakan forum tertinggi pengambilan keputusan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia.
- RDG terdiri atas RDG mingguan, bulanan, dan tahunan. RDG mingguan dilakukan untuk menetapkan operasi kebijakan moneter dan kebijakan strategis/khusus lainnya. RDG bulanan dapat dilakukan untuk mengevaluasi perkembangan ekonomi terkini dalam rangka tracking proyeksi ekonomi, menetapkan stance kebijakan moneter dan makro prudensial, serta penetapan proyeksi ekonomi. RDG tahunan

untuk mengevaluasi tantangan dan respons kebijakan yang ditempuh selama setahun terakhir dan memberikan proyeksi, tantangan dan arah kebijakan setahun ke depan.

- *Stance* kebijakan moneter dan makroprudensial ditetapkan dalam RDG bulanan yang dilakukan 6 kali dalam setahun pada bulan genap. Penetapan *stance* kebijakan moneter dan makroprudensial didasarkan atas proyeksi makroekonomi dan tantangan ke depan. Proyeksi makroekonomi tersebut disusun dengan menggunakan data terkini dan seluruh informasi yang tersedia dan relevan.
- Jadwal RDG bulanan selama setahun ditetapkan diawal tahun dan dipublikasikan ke masyarakat melalui *website*.
- RDG bulanan pada bulan ganjil membahas perkembangan terkini untuk *tracking* proyeksi dan issue strategis.

Tabel 6.1.
Kerjasama Pengendalian Inflasi

DIREKTORAT	ISI PRESENTASI
DKM	a) Sumber tekanan inflasi b) Rekomendasi stance kebijakan moneter c) Policy Option level BI rate, kisaran nilai tukar, dan kebijakan bauran yang konsisten dengan pencapaian sasaran inflasi.
DPNP	a) Kondisi sistem keuangan terakhir b) Dampak policy option bagi perbankan/sistem keuangan c) Rekomendasi kebijakan
DPM	a) Kondisi pasar uang b) Persepsi pelaku pasar saat ini c) Dampak policy option bagi pasar uang d) Rekomendasi kebijakan
Satker lainnya	Hal-hal yang perlu dipertimbangkan sesuai kewenangan masing-masing

- Proses pengambilan keputusan dilakukan melalui 3 tahap yaitu RDG, Pra-RDG, dan Rapat Gabungan Komite Kebijakan Moneter (KKM) dan Komite Stabilitas Sistem Keuangan(KSSK)
- RDG dilakukan dalam 2 sesi. Sesi pertama berisi presentasi Direktur. Sesi 2 merupakan forum diskusi antar anggota DG dan proses pengambilan keputusan.
- Pra-RDG merupakan forum presentasi dan tanya jawab antara Direktur dan Anggota DG. Pra-RDG dilaksanakan paling lambat sehari sebelum RDG. Presentasi dilakukan oleh Direktur DKM dan DPNP berdasarkan hasil kesepakatan Rapat Gabungan KKM-KSSK.
- Rapat Gabungan KKM-KSSK merupakan penguatan dari rapat KEM dengan

menambahkan sektor keuangan. Rakor ini dipimpin oleh Bapak Gubernur. Dalam hal Bapak Gubernur berhalangan hadir, maka rapat dipimpin oleh DG yang membawahi formulasi kebijakan moneter sebagai alternatif pertama atau salah satu DG yang paling senior sebagai alternatif kedua.

Rakor memutuskan hal-hal sebagai berikut:

- a) Proyeksi baseline 3 tahun ke depan
- b) Faktor resiko dan issue strategis yang perlu dievaluasi
- c) Policy option dan simulasi kebijakan.
- d) Dampak policy option bagi pasar uang, NPI, sistem perbankan, dan biaya operasi moneter bagi BI.

Referensi

- Agung, J. (2010). Mengintegrasikan Kebijakan Moneter dan Makroprudensial : Menuju Paradigma Baru Kebijakan Moneter di Indonesia Pasca Krisis Global. Jakarta: Paper SESPIBI Bank Indonesia.
- Agung, J., Rita Morena, Bambang Pramono, Nugroho J. Prastowo (2001). "Bank Lending Channel of Monetary Transmission in Indonesia", Bank Indonesia Working Paper.
- Akerlof, G.A., W.T. Dickens, and G.L. Perry (1996), 'The Macroeconomics of Low Inflation', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 1–76.
- Alamsyah, Halim (2008), "Persistensi Inflasi dan Kebijakan Moneter di Indonesia", Disertasi Doktorat, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Alamsyah, H., Joseph, C., Agung, J., Zulverdy, D. (2001). Towards Implementing Inflation Targeting in Indonesia, *Bulletin for Indonesian Economic Studies*, Australian National University
- Alchian, A.A. and B. Klein (1973), 'On a Correct Measure of Inflation', *Journal of Money, Credit, and Banking*, February
- Amato, Jeffrey, Stephen Morris, and Hyun Song Shin (2003). "Communications and Monetary Policy." *BIS Working Paper* No.123.
- Antipa P., Mengus E. and Mojon B. (2011): "Would Macro-prudential Policies Have Prevented the Great Recession?", *Banque de France mimeo*.
- Astiyah, S., Akhis R. Hutabarat, Desthy V.B. Sianipar, (2004). "Dampak Liberalisasi Perdagangan Terhadap Perilaku Pembentukan Harga Produk Industri Melalui Structure-Conduct Performance Model". Bank Indonesia Working Paper.
- Ball, L., N.G. Mankiw, and D. Romer (1988), 'The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-Off', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 1–65.
- Bank Indonesia (2010), *Laporan Perekonomian Indonesia 2009*, Bank Indonesia.
- Barro, R.J. (1995), 'Inflation and Economic Growth', *Bank of England Quarterly Bulletin*, 35(2), pp. 166–176.
- Batini, N. and E. Nelson (2000), 'When The Bubble Bursts: Monetary Policy Rules and Foreign Exchange Market Behaviour', Working Paper, Bank of England.
- Batini, Nicoletta, R. Harrison, dan S. Millard. (2007). "Monetary Rules in Emerging Economies with Financial Market Imperfections." Paper dipresentasikan dalam NBER Conference on International Dimensions of Monetary Policy, S'Agaro, Spain, June 11-13, 2007.
- Bean, C. (2003), 'Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?', Conference Paper on "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle" at the Bank for International Settlements, Basel, 28-29 March 2003.
- Bernanke, B.S. and M. Gertler (1999), 'Monetary Policy and Asset Volatility', *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84(4), pp. 17-52.

- Bernanke, B.S. and M. Gertler (2001), 'Should central banks respond to movements in asset prices?', *American Economic Review*, 91(2), pp. 253-257.
- Blinder, Allan S. (2010), *How Central Should the Central Bank Be?*, Princeton University CEPS Working Paper No. 198, January.
- Bordo, M.D., and O. Jeanne (2002), 'Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy', NBER Working Paper, No. 8966.
- Borio, Claudio and Haibin Zhou (2008), *Capital Regulation, Risk Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, BIS Working Paper 268.
- Borio, C, C Furfine and P Lowe (2001): "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options" in "Marrying the macro- and microprudential dimensions of financial stability", *BIS Papers*, no 1, March, pp 1-57
- Borio, C. and P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", Working Paper, BIS, Basle.
- Borio, Claudio and Ilhyock Shim (2007), *What Can (Macro-)Prudential Do to Support Monetary Policy*, BIS Working Paper.
- Boskin Commission (1996), 'Toward A More Accurate Measure of the Cost of Living', Final Report to the Senate Finance Committee, Washington, D.C.
- Boskin, M. J., E. Dulberger, R. Gordon, Z. Griliches, and D. Jorgenson (1996), "Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living," Final Report to the Senate Finance Committee, December 4.
- Brook, A-M., O. Karegedikli, and D. Scrimgeour, 2002, 'Assessing Alternative Inflation Targets: Growth Effects and Other Costs and Benefits', in *Policy Targets Agreement: Reserve Bank briefing note and related papers*, September 2002, Reserve Bank of New Zealand, pp. 22–50.
- Cadarajat, Y., Meily Ika Permata, Andry Prasmuko (2008) . "Apakah Kenaikan Upah Meningkatkan Inflasi?" Bank Indonesia Working Paper WP/03/2008.
- Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart (2000). "Fear of Floating," NBER Working Paper No. 7993.
- Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart (2002). "Fear Of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, 2002, v107 (2,May), 379-408.
- Cavoli, Tony and Ramkishen S. Rajan (2006). "Inflation Targeting Arrangements in Asia: Exploring the Role of the Exchange Rate," SCAPE Policy Research Working Paper Series 0603, National University of Singapore, Department of Economics, SCAPE.
- Cecchetti, S., Genberg, H., & Wadhvani, S. (2002). *Asset prices in a flexible inflation targeting framework*. In *Asset Price Bubbles : The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies* (ed. W.C Hunter, G.G Kaufman, and M. Pomerleano). Cambridge, MA: MIT Press.
- Cecchetti, S.G., H. Genberg and S. Wadhvani (2002), 'Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework', in *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies*, (eds. W C Hunter, G G Kaufman and M Pomerleano), MIT Press, pp.427-444.
- Cecchetti, S.G., H. Genberg, J. Lipsky and S. Wadhvani, (2000), 'Asset prices and central bank policy', *Geneva Reports on the World Economy*, 2, International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.
- CEMLA, Central Bank Communication Group. (March 2004). *Code of Principles and Best Practices in Central Bank Communication*.

- Chadha, J.S., L. Sarno and G. Valente (2003), 'Monetary Policy Rules, Asset Prices and Exchange Rates', Discussion Paper, Centre for Economic Policy, No. 4114.
- Clark, P. and R. MacDonald (1999), "Exchange Rate and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs" in R. MacDonald and J. Stein (eds) *Equilibrium Exchange Rates*. Amsterdam: Kluwer.
- Clarida, Richard H. (2010), statement at PIMPCO, http://en.wikipedia.org/wiki/Great_Moderation
- Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (2001), 'Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economies: an Integrated Approach', *American Economic Review*, 91(2), pp. 248-252.
- Crawford, A. (1994), 'Measurement Biases in the Canadian CPI: A Technical Note', Bank of Canada Technical Report No. 64.
- Crawford, A. (1994), 'Measurement Biases in the Canadian CPI: A Technical Note', Technical Report, Bank of Canada, No. 64.
- Crockett, Andrew (2010), What Have We Learned in the Past 50 Years about the International Financial Architecture?, Address at Symposium to mark the 50th Anniversary of the Reserve Bank of Australia.
- Cunningham, A.W.F. (1996), 'Measurement Biases in Price Indices: An Application to the UK's RPI', Bank of England Working Paper No. 47.
- Darsono, Akhis R. Hutabarat, Diah Esti Handayani, Hery Indratno, Retno Muhandini (2002). "Survey of Business Price Setting Behavior". Paper presented at The 26th CIRET Conference, Taipei, October 2002.
- Davies, H., & Green, D. (2010). *Banking on The Future : The Fall and Rise of Central Banking*. New Jersey: Princeton University Press.
- Depari, Y., Prastowo, Nugroho Joko., Kurniati, Ina Nurmalia. (2009). *Perilaku Pembentukan Harga Produk Manufaktur Dari Sisi Produsen, Distributor dan Pengecer*. Bank Indonesia Working Paper No WP/18/2009.
- Dewati, W., Anwar, M., & Chawwa, T. (2009). *Strategi Komunikasi yang Efektif dalam Mengelola Ekspektasi Inflasi*. Bank Indonesia Working Paper No WP/11/2009.
- Domac, Ilker, dan Alfonso Mendoza. (2004). "Is There Room for Foreign Exchange Intervention under an Inflation Targeting Framework?" World Bank Policy Research Working Paper, No. 3288.
- Dominguez, K. dan J. Frankel. (1993). "Does Foreign-Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect." *American Economic Review*, 83(5).
- Edwards, Sebastian. (2006). "The Relationship between Exchange Rates and Inflation Targeting: Revisited." NBER Working Paper, No. 12163.
- Eichenbaum, M. (1992). "Comment on 'Interpreting the macroeconomic time series facts: the effects of monetary policy' by C.A. Sims". *European Economic Review*, 36, pp. 1001-1011.
- Evans, Martin dan Richard Lyons (2001). "Portfolio Balance, Price Impact, and Secret Intervention." NBER Working Paper, No.8358.
- Filardo, A.J. (2000), *Monetary Policy and Asset Prices*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, Third Quarter 2000.
- Filardo, A.J. (2001), 'Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Some Experimental Results', Working Paper, Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 01-04, July.
- Gavin, W.T. (2004), 'Inflation Targeting: why it works and how to make it work better', *Business Economic*, 39, 2.
- Geraats, P. M. (2010). *Talking Numbers: Central Bank Communications on Monetary Policy and Financial Stability*. University of Cambridge, November.

- _____ (2010), *Price and Financial Stability: Dual or Duelling Mandates?*, University of Cambridge.
- Gilchrist, S., and J.V. Leahy, (2002), 'Monetary Policy and Asset Prices', *Journal of Monetary Economics*, 49, 75–97.
- Goeltom, Miranda S. (2009), "Financial Crisis and Shifting Paradigm", in *From Crisis to Crisis: A Central Banker's Perspective*, forthcoming, Gramedia.
- Goodhart, C. (2000), 'Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy, unpublished working paper, London School of Economics.
- _____ (2001). What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation? *The Economic Journal*, 111:F335-56.
- Goodhart, C. and B. Hofmann, (2000), 'Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?', *Manchester School Journal*, September.
- Group of Thirty (G-30) (2010), *Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future*, October.
- Gujarati, D. (2003), "Basic Econometrics, McGraw Hill, 4th Edition"
- Edwards, Kim and Sahminan Sahminan (2008), "Exchange Rate Movements in Indonesia: Determinants, Effects, and Policy Challenges. Bank Indonesia Working paper No. WP/25/2008.
- Haldane, A.G (1997), 'Designing Inflation Target', Conference Paper, RBA Annual Conference, 1997-06.
- Haldane, A.G. (1997), 'On Inflation-Targeting in the United Kingdom', *Scottish Journal of Political Economy*,
- Hannoun, Hervé (2010), *The expanding role of central banks since the crisis: what are the limits?*, Speech at the 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation, BIS.
- Harmanta (2009), *Kredibilitas Kebijakan Moneter dan Dampaknya Terhadap Persistensi Inflasi dan Strategi Disinflasi Di Indonesia: Dengan Model Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE)*, Disertasi, Universitas Indonesia
- Heenan, G. Peter, M., Roger, S. (2006), 'Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications', IMF Working Paper, WP/06/278.
- Hutabarat, Akhis R. (2011). "Monetary Transmission of Persistent Shock to the Risk Premium: the Case of Indonesia". Bank Indonesia, BEMP Volume 13, No. 4, April 2011.
- Hutabarat, Rudy B. and Hendy Hadiyan (2011) † Boks Bahan RDG (November 2011??..)
- IMF (2011), *Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines*, Document for Official Use Only.
- Ireland, Peter N. "Monetary transmission mechanism." *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008. The New Palgrave Dictionary of Economics Online. Palgrave Macmillan. 11 June 2010
- Jesper Hansson, Andreas Johnson and Sara Tägtström.(2009). "How persistent is inflation in Sweden?". *Sveriges Riskbank, Economic Commentaries No.5*, 2009.
- Jordan, Thomas J. (2010), *A changing role for central banks?*, Speech at the Welcome Event Master of Banking and Finance, St. Gallen, September, BIS.
- Juhro, Solikin M, et al (2009). *Review Penerapan Inflation ITF di Indonesia*. Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia.

- Juhro, Solikin M. (2010), *"The Vicious Circle of Rising Capital Inflows dan Efektivitas Pengendalian Moneter di Indonesia"*, Catatan Riset, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia
- _____. Solikin (2005), "Fluktuasi Makroekonomi dan Kebijakan Moneter yang (Sub)Optimal: studi kasus di Indonesia", Disertasi, Universitas Indonesia
- _____. Solikin (2004), "Perubahan Struktural dan Perilaku Kurva Phillip di Indonesia: Keberadaan, Pembentukan Ekspektasi, dan Non-Linearitas", Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Maret.
- Kamil, Herman. (2008). "Is Central Bank Intervention Effective under Inflation Targeting Regimes? the Case of Colombia" IMF Working Paper No.08/88.
- Keynes, J.M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, MacMillan, London.
- King, Mervyn (1997), *Changes in the UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice*, *Journal of Monetary Economics*, 39.
- Kiyotaki, N., and J.H. Moore (1997), 'Credit Cycles', *Journal of Political Economy*, 105(2), pp.211-48.
- Kurniati, Yati. (2007). "Exchange Rate Pass-through in Indonesia." Working Paper Bank Indonesia WP/09/2007.
- Leksono, Ninok (2010). "Krisis Pangan-Minyak dan Riset Ilmiah", Kompas, 23 Februari 2011
- Majardi, F. and Arief Hartawan (2003). 'Dampak Pass-Through Pergerakan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Inflasi IHK', Catatan Riset, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia
- McCallum, Bennet T. (2006). "A Monetary Policy Rule for Automatic Prevention of a Liquidity Trap," in *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim*, University of Chicago Press for NBER, 2006; 9-38.
- Majardi, F. (2004). "Small-Scale Macro Model - Extended". Bank Indonesia Working Paper.
- McCandless, G.T. and W.E. Weber (1995), 'Some Monetary Facts', *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 19, pp. 2-11.
- Mishkin, Frederic S. (2011), *Monetary Policy Strategy*, NBER Working Paper, No. 16755, February.
- _____. (2009), *Is Monetary Policy Effective during Financial Crises*, *American Economic Review*, 99 (2).
- _____. (1997), 'Design Issue in the Implementation of Inflation Target', *FRBNY Economic Policy Review*, August.
- Mishkin, Frederic dan Klaus Schmidt-Hebbel. (2001). "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know? What Do We Need to Know?" NBER Working Paper No.8397.
- Mohanty, M.S. dan Marc Klau. (2005). "Monetary Policy Rule in Emerging Market Economies: Issues and Evidence." Dalam Langhammer, R.J. dan L.Vinhas de Souza (eds.): *Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America*.
- Muslimin Anwar & Tevy Chawwa (2008). "Analisis Ekspektasi Inflasi Indonesia Pasca ITF". Bank Indonesia WP/09/2008.
- Nier, Erlend & Lea Zicchino, 2008. "Bank Losses, Monetary Policy and Financial Stability-Evidence on the Interplay from Panel Data," IMF Working Papers, 08/232.
- Nijathaworn, B (2009). *Rethinking Procyclicality: what is it now and what can be done*. Paper presented at BIS/FSI-EMEAP High Level Meeting on Lessons Learned from the Financial Crisis – An International and Asian Perspective, 30 November 2009, Tokyo, Japan.
- Ocampo, J.A. (2008). *Macroeconomic Vulnerability: Managing Pro-Cyclical Capital Flows*. <http://www.bot.or.th/English/EconomicConditions/>

- Palley, Thomas I. (2009): *Rethinking the economics of capital mobility and capital controls*, Brazilian Journal of political Economy, vol. 29, n° 3 (115), pp. 15-34, July-September.
- Poterba, J.M. (2000), 'Stock Market Wealth and Consumption', Journal of Economic Perspectives, Vol. 14, No. 2 (Spring, 2000), pp. 99-118.
- Prastowo, Nugroho J., Oki Hermansyah, Yoni Depari (2010). "Perilaku Pembentukan Harga Komoditas di Indonesia: Sebuah Ringkasan". Occasional Paper, April 2010
- Ravenna, Federico, dan Fabio Natalucci. (2008). "Monetary Policy Choices in Emerging Market Economies: the Case of High Productivity Growth." Journal of Money, Credit and Banking, 40 (2-3).
- Reinhart, Carmen dan Gullermo Calvo (2002). "Fear of Floating." Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII No. 2.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo, dan Carlos Garcia. (2009). "Hybrid Inflation Targeting Regimes." IMF Working Paper No.09/234.
- Sarel, M. (1996), 'Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth', IMF Staff Papers, 43(1), pp. 199-215.
- Schwartz, Anna J. (1995), "Why Financial Stability Depends on Price Stability," Economic Affairs.
- Shibuya, H. (1992), 'Dynamic Equilibrium Price Index: Asset Price and Inflation', Working Paper, Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, February.
- Shiroth, M. (2011), 'Boks II.1.1 : Evaluasi terhadap Profit Margin Perusahaan". Bahan RDG Februari 2011.
- Siklos, P.L. (1998), 'Inflation Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries', Conference Paper, Midwest Macroeconomics Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, April.
- Sims, Christopher A. (1992). "Interpreting the macroeconomic time series facts: the effects of monetary policy". European Economic Review, 36, pp. 975-1000.
- Smith, J. (2010), 'The Design of an Inflation Target', Teaching Material, University Warwick, EC307 EPUK, Macroeconomics.
- Satria, Doni dan Solikin M. Juhro (2011), Perilaku Risiko dalam Mekanisme Transmisi di Indonesia, Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Januari.
- Stein, J. (1999), "The evolution of the Real Value of the US Dollar Relative to the G7 Currencies," in R. MacDonald, and J. Stein (eds), *Equilibrium Exchange Rates*. Amsterdam: Kluwer.
- Sutherland, D., & al., e. (2010). Counter-cyclical Economic Policy. OECD Economics Department Working Paper No.760, OECD Publishing.
- Sutherland, D., P. Hoeller, B. Égert, O. Röhnet (2010), 'Counter-cyclical Economic Policy", Working Papers, OECD Economics Department, No. 760.
- Svensson, Lars E.O. (2010), Inflation Targeting after the Financial Crisis, Speech at the International Research Conference "Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis", Mumbai, February.
- Svensson, Lars E.O. (1999), Price Level Trgeting Versus Inflation Targeting: A Free Lunch, *Journal of Money, Credit, dan Banking*, 31.
- _____ (1999): "Inflation Targeting as A Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*,
- Taylor, J.B. (2001), 'The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules', American Economic Review, 91(2), pp. 263-267.
- Taylor, John. (2001). "The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rule." American Economic Review 91(2).

- Tjahjono, Endy D., Harmanta, Nur M. Adhi Purwato (2010). "Survey Measures of Inflation Expectation". Bank Indonesia Working Paper, 2008.
- Trichet, J.C. (2005), 'Asset price bubbles and monetary policy', Speech at the MAS lecture, Monetary Authority of Singapore, Singapore, 8 June 2005.
- Trichet, Jean-Claude; President of the ECB Speech. (8 June 2005). Asset Price Bubbles and Monetary Policy. Singapore.
- Trisnanto, B., G. Wuryandani, H. Indratno, T. Yanuarti (2003), 'Identifikasi Bias (Measurement Bias) dalam Indeks Harga Konsumen di Indonesia: Sampling Pengukuran dan Estimasi Awal', Working Paper, DKM, Bank Indonesia.
- Walsh, Carl E. (2008), Inflation Targeting: What Have We Learned?, Lecture, prepared for "International Experience with the Conduct of Monetary Policy under Inflation Targeting, Bank of Canada.
- Wimanda, Rizki E. (2006). "Regional Inflation in Indonesia: Characteristic, Convergence, and Determinants". Bank Indonesia Working Paper.
- Wren-Lewis, S. (1992), "On the Analytical Foundation of Fundamental Equilibrium Exchange Rates," in C. Hargreaves (ed), *Macroeconomics Modeling of the Long Run*. Aldershot: Edwards Elgar.
- Yanuarti, Tri (2007). "Has Inflation Persistence in Indonesia Changed?". Bank Indonesia Working Paper.
- Yanuarti, Tri (2004). "Model PDB Sektoral ". Bank Indonesia Working Paper.