

## RESEARCH NOTES

Telaah *Policy Rules* di Indonesia:  
Peran Nilai Tukar dalam *Flexible ITF* dan Pemikiran Alternatif mengenai *Policy Rules*

**Solikin M. Juhro dan Firman Mochtar (March 2009)**  
**Bank Indonesia**

Identifikasi mengenai lemahnya kelayakan asumsi mengenai peran terbatas nilai tukar dalam strategi kebijakan moneter di Indonesia dalam beberapa tahun terakhir mengimplikasikan perlunya kelenturan atau fleksibilitas tertentu dalam penerapan ITF di Indonesia. Pada satu sisi kebijakan moneter harus tetap menjangkar pada elemen pokok ITF, karena pada dasarnya kebijakan moneter yang terfokus pada pengendalian inflasi dapat berdampak positif pada upaya menurunkan *exchange rate pass-through*. Namun, pada sisi lain, lemahnya asumsi mengenai peran nilai tukar sebagai *shock absorber* dalam sistem keuangan yang belum sepenuhnya efisien mengarahkan alur pemikiran pada perlunya menempatkan peran penting nilai tukar dalam strategi kebijakan moneter. Hal ini semakin penting karena pada masa krisis yang terjadi saat ini struktur utang dalam denominasi valuta asing yang masih besar dapat meningkatkan kerentanan perekonomian lebih lanjut pada saat terjadinya tekanan pada nilai tukar rupiah, sebagaimana argumentasi tentang *fenomena original sin* (Eichengreen and Hausmann, 1999) dan *fear of floating* (Calvo dan Reinhart, 2000).

Implementasi kelenturan atau fleksibilitas penerapan ITF ini pada dasarnya dapat dilihat dari tataran strategis dan operasional kebijakan moneter. Hasil identifikasi awal menunjukkan bahwa peran nilai tukar dalam tataran strategis masih dapat diabaikan. Pada tataran strategis, penempatan nilai tukar dalam penetapan kerangka kebijakan moneter ITF pada dasarnya sejalan dengan diskusi panjang mengenai pemilihan format ITF yang sesuai untuk perekonomian tertentu, yaitu apakah ITF diterapkan dengan komitmen penuh (*full-fledged ITF*) ataukah fleksibel (*flexible ITF*). Diskusi ini secara teknis membahas fungsi preferensi (fungsi kerugian) bank sentral dimana dalam konsep ITF yang fleksibel (*flexible ITF*), bank sentral tidak hanya mempertimbangkan inflasi tetapi juga variabel lain seperti pertumbuhan ekonomi dalam fungsi preferensinya. Lalu bagaimana dengan nilai tukar? Apakah nilai tukar dapat ditempatkan secara independen bersama-sama inflasi dan pertumbuhan ekonomi pada fungsi preferensi bank sentral.

Secara hipotetis, hal tersebut dimungkinkan apabila pengaruh nilai tukar baik terhadap inflasi maupun pertumbuhan ekonomi belum diyakini atau bahkan belum diakomodir. Namun, pengamatan empiris pada bagian sebelumnya yang menunjukkan masih kuatnya *exchange rate pass-through* di Indonesia, secara implisit berimplikasi bahwa peran nilai tukar tidak perlu diperhitungkan secara independen dalam perumusan preferensi kebijakan moneter. Hal ini tentunya sejalan dengan relevansi penerapan sistem nilai tukar yang fleksibel untuk perekonomian Indonesia.

### **Kaidah dalam Fleksibilitas: “*Bending Rule*”**

Dengan demikian, peran nilai tukar dapat diidentifikasi lebih lanjut dalam tataran operasional kebijakan moneter. Dalam hal ini, peran nilai tukar terutama dikaitkan dengan proses perumusan respon kebijakan moneter dengan suku bunga sebagai instrumen optimal dalam kebijakan moneter (Affandi, 2003; Solikin, 2005). Secara teknis, hal ini berarti bahwa nilai tukar ditempatkan secara *ad-hoc* dalam *reaction function* kebijakan moneter, e.g. *Taylor rule*, dengan bobot tertentu, mengingat dalam tataran strategis pengaruh nilai tukar dalam preferensi bank sentral dapat diabaikan. Konsep ini menurut Ball (1999), dan Svensson (2000) cukup layak karena dapat mengurangi ketidakstabilan makroekonomi.

Bagaimana menakar peran nilai tukar dalam kaidah *Taylor rule*? Secara normatif, *Taylor rule* mengetengahkan perilaku suku bunga (instrumen) kebijakan yang bereaksi terhadap perkembangan (deviasi) inflasi dan pertumbuhan ekonomi, yang secara teknis dapat dituliskan sebagai berikut.

$$i_t = \alpha + \gamma_\pi \pi_t + \gamma_y y_t \quad \dots(1)$$

dimana  $i_t$  adalah suku bunga kebijakan (jangka pendek),  $\pi_t$  adalah deviasi inflasi terhadap targetnya, dan  $y_t$  adalah deviasi output riil terhadap tingkat potensialnya (*output gap*). Parameter  $\alpha$  dalam versi klasiknya merupakan dekomposisi dari suku bunga keseimbangan riil dan inflasi. Sementara itu, parameter  $\gamma$  yang positif mencerminkan respons *countercyclical* dari kebijakan suku bunga terhadap perkembangan inflasi dan output. Dengan memperhitungkan adanya perilaku *interest rate smoothing*, dengan  $\rho$  sebagai *partial adjustment parameter*, dalam

penetapan respon kebijakan moneter, maka spesifikasi *Taylor rule* dapat pula dituliskan sebagai berikut.

$$i_t = \delta + \rho i_{t-1} + (1 - \rho) [\gamma_\pi \pi_t + \gamma_y y_t] \quad \dots (2)$$

dimana  $\delta = (1 - \rho)\alpha$

Selanjutnya, dengan memperhitungkan peran nilai tukar secara *ad hoc* dalam *Taylor rule* maka fungsi reaksi hipotetis dirumuskan sebagai:

$$i_t = \delta + \rho i_{t-1} + (1 - \rho) \left[ \gamma_\pi \pi_t + \gamma_y y_t + \sum_{k=0}^{k=K} \gamma_{ek} e_{t-k} \right] \quad \dots (3)$$

dimana  $e_t$  adalah ekspresi deviasi nilai tukar terhadap nilai keseimbangannya dan diwakili oleh nilai tukar riil. Dalam hal rezim kebijakan moneter yang dianut adalah ITF ‘murni’ maka secara hipotetis  $\gamma_{e0} = \dots = \gamma_{eK} = 0$ . Kaidah yang disesuaikan tersebut merupakan format *rule* yang menarik karena memperhitungkan fleksibilitas dari peran nilai tukar (*bending rule*). Walaupun terdapat ketidakyakinan akan penggunaan format tersebut, yang dianggap tidak konsisten dengan substansi dasar ITF, beberapa pengamatan empiris untuk perekonomian dengan karakteristik *exchange rate pass-through* yang cukup besar serta perkembangan inflasi yang relatif tinggi dan tidak stabil menunjukkan kelayakan penggunaan *bending rule* ini (Edwards, 2006). Sejalan dengan pandangan tersebut, Bask (2006) secara teknis juga menyimpulkan bahwa untuk kasus *small open economy* penambahan variabel nilai tukar dalam disain *Taylor rule* sangat memungkinkan untuk dicapainya kestabilan sistem, sepanjang data yang digunakan dalam *rule* tersebut adalah data yang bersifat *contemporaneous*. Apabila terdapat *lagged data* maka penambahan tersebut tidak perlu dilakukan.

Pengamatan awal mengenai *bending rule* untuk kasus Indonesia masih jarang dilakukan. Solikin (2005) merumuskan *state-contingent rule* untuk kasus perekonomian Indonesia *rule* pada dasarnya merefleksikan perilaku sasaran operasional pada: (i) kondisi keseimbangan jangka panjang dalam sistem, (ii) perilaku dinamis jangka pendek dalam rangka penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang, dan (iii) pengaruh *shocks* spesifik yang direfleksikan oleh respon perilaku sasaran operasional terhadap impuls yang ditimbulkan oleh *structural innovations* tertentu. Karena diturunkan dari prosedur optimisasi dan ditaksir secara terintegrasi sebagai suatu sistem permodelan yang utuh, disain *state-contingent rule* tersebut memiliki kelemahan terutama

dari sisi fleksibilitas penerapannya. Dengan demikian *bending rule* yang memperhitungkan perilaku nilai tukar, bukan sekumpulan variabel dalam sistem, dapat dianggap sebagai kaidah praktis yang representatif dan layak dalam penetapan strategi kebijakan moneter.

Hasil penaksiran *Taylor rule* persamaan (2) dan (3) dilakukan untuk periode 2000.1 – 2007.4, yaitu periode pasca krisis yang mendukung penerapan ITF di Indonesia. Modifikasi persamaan (2) dilakukan dengan melakukan restriksi parameter pengaruh deviasi inflasi dan pertumbuhan output sama dengan satu. Dari penaksiran dengan menggunakan metode OLS adalah sebagai berikut.

$$\text{Simple rule: } i_t = 0.8i_{t-1} + 0.2[6 + 1.1\pi_t + 0.4y_t]$$

$$\text{Bending rule: } i_t = 0.7i_{t-1} + 0.3[5 + 0.7\pi_t + 0.3y_t - 0.3e_t]$$

Dari hasil penaksiran kedua persamaan di atas, walaupun menghasilkan *coefficient of determination* (R-squared) yang berbeda, yaitu 90% untuk *simple rule* dan 98% untuk *bending rule*, dapat disimpulkan secara umum bahwa perilaku kedua *rule* tersebut dapat dijelaskan dengan cukup baik oleh data. Pengaruh variabel independen mempunyai arah yang sesuai dengan prediksi teoritis dan secara statistik signifikan. Parameter pengaruh deviasi inflasi<sup>1</sup>, output gap, nilai tukar riil (efektif)<sup>2</sup> dan *lag* suku bunga pada kedua persamaan semuanya signifikan pada derajat 5%. Sementara itu, dilihat dari proporsi parameter deviasi inflasi yang lebih besar (2 – 3 kali) dibandingkan dengan pertumbuhan output, dapat disimpulkan bahwa penerapan ITF di Indonesia telah sesuai dengan kaidah dasar ITF bahwa pengendalian inflasi adalah prioritas utama dari pelaksanaan kebijakan moneter. Parameter autoregresif suku bunga yang cukup besar (0.7 – 0.8) menunjukkan bahwa respons kebijakan moneter yang cukup konservatif karena masih cenderung memperhitungkan perilaku *smoothing (gradualism)* dari suku bunga.

---

<sup>1</sup> Alternatif ukuran deviasi inflasi menggunakan selisih antara inflasi aktual dengan inflasi yang diinginkan (*desired level*) yang dapat ditaksir dengan menggunakan suatu angka konstan, misalnya target jangka menengah atau rata-rata dalam beberapa tahun terakhir, atau melalui metode *centered moving average* dalam beberapa periode (8 triwulan). Beberapa alternatif tersebut tidak mempengaruhi perbedaan hasil secara signifikan. Sementara itu, output gap merupakan selisih output riil aktual dengan trend yang dihitung dengan menggunakan metode filtrasi Hodrick-Prescott.

<sup>2</sup>Peningkatan nilai tukar efektif riil menunjukkan kecenderungan apresiasi. Indeks normalisasi adalah 100.

Sementara itu, dari disain *bending rule* tersebut dapat ditaksir pengaruh jangka pendek nilai tukar riil sebesar 0.3. Besarnya pengaruh nilai tukar jangka pendek tersebut lebih besar dibandingkan perekonomian Chile yaitu sebesar nol, namun jauh di bawah Meksiko dengan pengaruh jangka pendek sebesar 0.8. Secara keseluruhan, hasil tersebut menyimpulkan bahwa justifikasi untuk memperhitungkan perilaku nilai tukar pada pelaksanaan kebijakan moneter berbasis ITF didukung oleh data.

### **Implikasi: Krisis Keuangan dan Asesmen Respons Kebijakan Moneter**

Dari hasil penaksiran di atas, terdapat paling tidak dua isu mendasar yang dapat disiskusikan lebih lanjut, khususnya yang terkait dengan fenomena krisis keuangan global dewasa ini, yaitu *pro(counter)cyclical* dari masing-masing *policy rules* serta asesmen terhadap respons kebijakan yang sesuai di masa krisis.

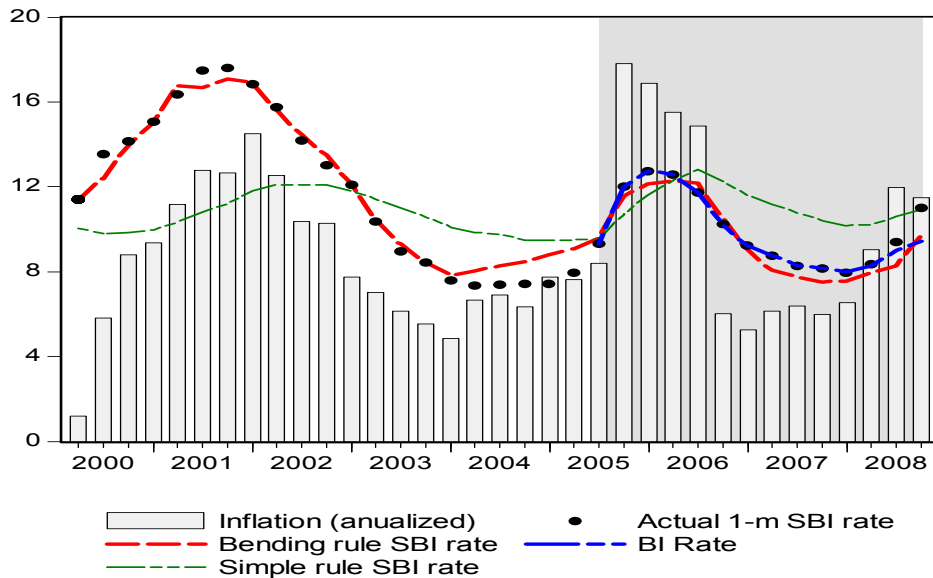
*Pertama*, dari hasil penaksiran dapat disimpulkan bahwa *performance* dari *bending rule* lebih baik dibandingkan dengan *simple rule*, terutama pada masa transisi penerapan ITF (2000-2005). Pada masa ini respons kebijakan dalam *simple rule* tidak dapat menangkap kecenderungan perkembangan inflasi dengan baik, karena cenderung bersifat *procyclical*. Sementara itu, dengan disain *bending rule* dimungkinkan respons kebijakan *countercyclical* yang lebih optimal (Grafik 4). Sementara itu, pada periode setelah penerapan ITF secara formal sejak Juli 2005, termasuk hasil *ex-post* forecast (2008.1 – 2008.4), baik *simple rule* maupun *bending rule* menunjukkan terdapatnya arah respons kebijakan dengan kecenderungan yang hampir sama, namun dengan besaran yang berbeda. Dalam hal ini *simple rule* merepresentasikan respons kebijakan yang cenderung sangat ketat.

*Countercyclical* pada dasarnya merupakan isu sentral dalam penetapan respons kebijakan ekonomi di masa krisis. Sebagaimana diamati, krisis keuangan global yang terjadi berkepanjangan (*prolonged*) dewasa ini tidak terlepas dari karakteristik sistem keuangan yang cenderung *procyclical*.<sup>3</sup> Dalam hal ini, kecenderungan yang terjadi pada saat terjadi *economic boom* adalah keinginan yang tinggi dari sistem keuangan untuk mengakomodir peningkatan

---

<sup>3</sup> *Financial pro-cyclical* muncul ketika fluktuasi business cycle are *exacerbated*, oleh kecenderungan market participants' yang bertindak sejalan (uniform) dengan kecenderungan perubahan *business cycles*. Di sisi lain, juga terdapat kecenderungan dari regulasi dan respons kebijakan yang memperkuat kecenderungan perilaku "herd-like" dari lembaga intermediari di sektor keuangan.

kegiatan ekonomi. Namun sebaliknya, pada saat krisis perilaku sistem keuangan cenderung konservatif atau enggan untuk memberikan stimulus bagi pemulihan kegiatan ekonomi. Dengan kondisi tersebut, selain perlunya kebijakan sistem keuangan yang mengurangi kadar *procyclicality*, peran *countercyclical* dari kebijakan moneter bersama kebijakan makro lain, misalnya *fiscal policy*, dapat digunakan dalam mendorong kebangkitan ekonomi di masa krisis dengan segera.



*Kedua*, secara keseluruhan periode dapat ditunjukkan bahwa *bending rule* lebih dapat menjelaskan dinamika respons kebijakan moneter oleh BI dengan menggunakan suku bunga SBI (sd Juni 2005) dan BI Rate (sejak Juli 2005). Namun demikian, pada periode penerapan ITF, terutama sejak 1.5 tahun terakhir, perekonomian Indonesia mulai mengalami dampak krisis keuangan global yang menyebabkan semakin sulitnya merumuskan respons kebijakan moneter yang sesuai dalam lingkungan ketidakpastian yang tinggi. Dalam hal ini, dapat diamati respons kebijakan moneter di Indonesia yang cenderung bersifat *gradualis*. Hal ini sejalan dengan masih cukup kompleksnya permasalahan kredibilitas yang masih dihadapi dalam pelaksanaan kebijakan moneter di Indonesia. Bagaimana justifikasi atas respons kebijakan yang bersifat gradualist tersebut? Sebagaimana diketahui, beberapa pandangan menyatakan bahwa kebijakan moneter masih dapat berperan secara proporsional dalam situasi krisis, khususnya dalam mengatasi ketidakpastian yang tinggi, yaitu melalui respons kebijakan yang cenderung agresif. Dengan langkah agresif dari otoritas moneter, diharapkan pasar menangkap signal kebijakan

yang lebih signifikan. Namun demikian, langkah agresif yang tidak disertai oleh kredibilitas kebijakan yang tinggi dikhawatirkan akan semakin memperburuk ekspektasi inflasi.

Di sisi lain, tantangan yang dihadapi dalam merumuskan respons kebijakan yang sesuai untuk kondisi krisis tidaklah mudah. Dalam kondisi krisis keuangan yang disertai dengan ketidakpastian global dewasa ini, terdapat kesan bahwa respons kebijakan moneter yang dilakukan oleh banyak bank sentral di dunia mempunyai kecenderungan yang sama, yaitu “*wait and see*”, sehingga untuk merumuskan respons kebijakan moneter yang tepat sangatlah sulit. Dengan acuan *bending rule* sebagai *hypothetical rule* yang representatif, dapat ditunjukkan bahwa walaupun menunjukkan kecenderungan arah respons yang sesuai, respons kebijakan moneter dengan menggunakan BI Rate selama 1.5 tahun terakhir menunjukkan kecenderungan yang terlalu ketat (dengan selisih rata-rata sebesar 40 bps).

### **Referensi Utama**

- Edwards, Sebastian (2006), “The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited”, National Bureau of Economic Research Working Paper 12163.
- Edwards, S. and E.L. Yeyati (2003), “Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers”, National Bureau of Economic Research Working Paper 9867