



BANK INDONESIA
BANK SENTRAL REPUBLIK INDONESIA

REVIEW

Penerapan *Inflation Targeting Framework* di Indonesia

Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter
Jakarta, 2009

REVIEW
Penerapan *Inflation
Targeting Framework*
di Indonesia

Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter
Jakarta, 2009

REVIEW

Penerapan *Inflation Targeting Framework*
di Indonesia

Tim Penyusun

Ketua : Solikin M. Juhro

Anggota : Harmanta

Junanto Herdiawan

Firman Mochtar

Kiki N. Asih

Dian Prima S.

Diah Esti H.



REVIEW
Penerapan *Inflation*
Targeting Framework
di Indonesia

DAFTAR ISI

Ringkasan Eksekutif	vi
1. Pendahuluan	1
1.1. Latar Belakang	2
1.1.1. ITF dalam perspektif pembangunan kredibilitas kebijakan moneter	2
1.1.2. Kredibilitas kebijakan, dinamika lingkungan strategis dan format ITF	4
1.2. Tujuan dan Manfaat Penelitian	11
1.3. Metodologi Penelitian	13
2. Dinamika Lingkungan Strategis dan Implikasinya pada Pelaksanaan Kebijakan Moneter di Indonesia	19
2.1. Dinamika Lingkungan Strategis	20
2.1.1. Dinamika global: krisis keuangan, aliran dana, dan perubahan perilaku dalam sistem keuangan	20
2.1.2. Dinamika nasional: eksekusi likuiditas dan kekakuan struktural	25
2.1.3. Dinamika regional: karakteristik ekonomi dan inflasi daerah	28
2.2. Implikasi pada Pelaksanaan Kebijakan Moneter	29
2.3. Penerapan ITF dalam Perspektif Pemenuhan Prakondisi: <i>Revisited</i>	
3. Sasaran Inflasi 43	
3.1. Penetapan dan Pengumuman Sasaran Inflasi	44
3.2. Perilaku Inflasi dan Ekspektasi inflasi	49
3.3. Persistensi, Permasalahan Kredibilitas Kebijakan, dan Proses Disinflasi	58
3.3.1. Persistensi dan kredibilitas kebijakan	58
3.3.2. Kredibilitas kebijakan moneter dan strategi disinflasi	62
3.4. Kesimpulan	65
4 Kerangka Kerja Kelembagaan	67
4.1. Aspek Hukum dan Pendelegasian Wewenang (Independensi)	68

4.2. Kerangka Kerja dan Proses Pengambilan Keputusan (Akuntabilitas)	71
4.3. Transparansi dan Strategi Komunikasi Kebijakan	74
4.4. Hasil Analisis Efektivitas Transparansi dan Komunikasi Kebijakan Moneter	78
4.5. Kesimpulan	81
5. Kerangka Kerja Operasional	83
5.1. Tahapan Penetapan Sasaran Operasional dan Pengelolaan <i>Standing Facilities</i>	84
5.2. Pengembangan Instrumen Moneter di Pasar Valuta Asing	98
5.3. Pengayaan Instrumen Pasar Utang Jangka Panjang	104
5.4. Kesimpulan	108
6. Koordinasi Kebijakan	111
6.1. Kerangka Kerja dan Mekanisme Koordinasi Kebijakan Moneter	112
6.2. Beberapa Potensi Permasalahan Koordinasi Kebijakan	117
6.3. Kesimpulan	119
7. Kapasitas Analisis dan Riset Kebijakan	121
7.1. Piranti Analisis dan Permodelan Makroekonomi	122
7.2. Analisis <i>Policy Rule</i>	131
7.3. Peran Survei dalam Analisis dan Riset Kebijakan	134
7.4. Kesimpulan	137
8. Evaluasi Penerapan ITF: Pandangan Pakar	139
9. Kesimpulan, Implikasi Kebijakan, dan Pemikiran ke Depan	147
9.1. Kesimpulan Umum: Keberhasilan vs. Tantangan	148
9.2. Implikasi Kebijakan Jangka Pendek	153
9.3. Pemikiran ke Depan: Menuju Format Penerapan ITF yang Sesuai	155
Lampiran	162
Referensi Utama	169



RINGKASAN EKSEKUTIF

REVIEW **Penerapan Inflation Targeting Framework di Indonesia** **Ringkasan Eksekutif**

Memasuki 5 Tahun Penerapan ITF di Indonesia: Keberhasilan dan Tantangan

Pendahuluan

Dalam kurun waktu sepuluh tahun terakhir, dalam situasi ekonomi yang juga belum sepenuhnya pulih dari permasalahan yang timbul sebagai akibat krisis keuangan global sejak 2007, tantangan kebijakan moneter dengan ITF di Indonesia cenderung semakin berat. Berbagai tantangan muncul berupa permasalahan yang berakar dari dinamika lingkungan strategis, dalam lingkup global, nasional, maupun regional. Dalam lingkup global, permasalahan muncul terkait dengan pengaruh krisis keuangan dan tingginya mobilitas arus dana jangka pendek yang sangat mempengaruhi perkembangan nilai tukar. Selain itu, perubahan perilaku dalam sistem keuangan juga berpotensi meningkatkan kompleksitas pengendalian moneter dan semakin sulitnya pengambilan keputusan. Dalam lingkup nasional, permasalahan muncul terkait dengan terjadinya fenomena eksesi likuiditas dan fenomena kekakuan struktural di sisi suplai, yang secara fundamental mengganggu bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan dan memberikan tekanan terhadap stabilitas moneter. Sementara itu, dalam lingkup regional adalah terkait dengan peningkatan dinamika keuangan pemerintah sejalan dengan berlangsungnya era otonomi daerah, yang menyebabkan persistensi tekanan inflasi daerah masih cenderung tinggi. Dalam lingkungan yang sangat dinamis tersebut, tentunya tidak mudah bagi Bank Indonesia untuk mengarahkan inflasi pada sasarannya, dan dengan demikian membangun kredibilitas kebijakan moneter.

Berkaitan dengan berbagai dinamika tersebut, Bank Indonesia melakukan paenelitian atas pelaksanaan ITF selama hampir 5 tahun terakhir (DKM, 2009). Tujuan

penelitian ini adalah untuk melakukan review komprehensif atas kinerja penerapan ITF di Indonesia serta memberikan masukan penyempurnaan strategi penerapan ITF di Indonesia ke depan. Secara khusus penelitian ini bertujuan untuk menjawab beberapa isu mendasar terkait dengan format ITF yang sesuai dengan karakteristik perekonomian Indonesia. Dengan merujuk pada lingkup studi mengenai penerapan ITF di beberapa negara (Svensson, 2001; Svensson et al., 2002; IMF, 2006), studi ini mencakup lima aspek dasar, yaitu sasaran inflasi, kerangka kerja kelembagaan, kerangka kerja operasional, koordinasi kebijakan, dan kualitas analisis dan riset kebijakan. Teknik penggalian informasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *comparative review* atas literatur, policy paper, dan dokumentasi lain yang didukung oleh analisis dan permodelan empiris. Pelaksanaan review dilakukan dengan membandingkan pencapaian kinerja penerapan ITF di Indonesia dengan kaidah atau prinsip dasar penerapan ITF, baik yang berakar pada kajian teoritis maupun *best practices* beberapa negara. Dalam pembadingan ini, akan dianalisis pula prakondisi atau kondisionalitas yang terjadi yang berpotensi memunculkan konflik atau hambatan dalam pencapaian hasil yang diharapkan. Hasil identifikasi *performance gap* penerapan ITF yang didasarkan pada perbandingan tersebut akan menjadi rujukan untuk penyempurnaan strategi penerapan ITF ke depan.

Keberhasilan dan Tantangan

Hasil review menunjukkan bahwa penerapan ITF di Indonesia selama hampir lima tahun terakhir sudah mencatat beberapa keberhasilan, yaitu dengan penerapan ITF yang sudah semakin tertata dan disertai dengan peningkatan kualitas, dalam artian sesuai dengan *best practices*, pemikiran teoritis, dan kondisi empiris di Indonesia. Secara umum, dibandingkan dengan kondisi sebelum penerapan ITF, beberapa perkembangan positif telah dicatat dalam hal penetapan dan pengumuman sasaran inflasi, penataan kerangka kerja kelembagaan dan operasional, koordinasi kebijakan, dan kualitas analisis dan riset kebijakan. Penilaian positif tersebut dapat dikaitkan dengan aspek-aspek dalam proses kegiatan pada umumnya (*business process as usual*).

Di luar itu, secara khusus, dalam periode penerapan ITF tercatat pula beberapa 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.

(i) Pematangan eksistensi kelembagaan.

Sejalan dengan penataan dan penguatan kerangka kerja kelembagaan ITF, seperti independensi, akuntabilitas, dan transparansi, Bank Indonesia telah berubah dari sebuah organisasi yang awalnya lebih berorientasi ke dalam menjadi organisasi yang lebih berorientasi ke luar. Dalam kaitan ini, muncul kesadaran akan diperlukannya suatu upaya yang menumbuhkan sikap simbiosis mutualisme antara Bank Indonesia dan publik, dimana keterbukaan dan komunikasi diharapkan menjadi pilar utama dalam pembangunan kredibilitas kebijakan Bank Indonesia sebagai bank sentral. Fakta tersebut didukung oleh beberapa pengamatan.

- *Pertama*, hasil survei kinerja Bank Indonesia secara umum menyebutkan bahwa kepuasan responden terhadap komunikasi kebijakan moneter sudah baik, dimana sebagian besar responden (57%) mengatakan puas terhadap proses komunikasi kebijakan moneter. Dengan perkembangan positif tersebut diharapkan bahwa respons kebijakan moneter Bank Indonesia dapat dimaknai secara lebih positif oleh publik.
- Selain itu, pengamatan tentang kemajuan dari sisi kerangka kerja kelembagaan tersebut juga sejalan dengan hasil analisis FSAP – IMF (2009) menyatakan bahwa transparansi kebijakan moneter yang dilakukan oleh BI dikategorikan cukup tinggi (*reasonably high*). Penilaian ini didasarkan kepada empat kriteria yaitu pertama tujuan kebijakan telah dinyatakan dengan jelas pada UU BI, kedua bahwa UU BI juga telah menjamin independensi Bank Sentral, ketiga kerangka *inflation targeting* yang berkomitmen untuk meningkatkan komunikasi dengan publik, dan yang keempat tentang adanya ketentuan dan peraturan yang menjamin integritas BI.

(ii) Kejelasan sinyal kebijakan

Sejalan dengan penyempurnaan yang dilakukan secara bertahap hingga saat ini, baik pada penetapan suku bunga sasaran operasional maupun instrument pasar uang lainnya, tatanan kerangka operasional kebijakan moneter saat ini relatif sudah berkembang dengan lebih baik sesuai dengan pemikiran teoritis maupun *best practices*, sehingga sinyal kebijakan moneter mampu dibaca



secara lebih baik oleh pasar. 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.

- Salah satu contoh adalah pemberian sinyal kebijakan moneter ketat melalui BI Rate sejak Juli 2005, menjelang diumumkannya kenaikan harga BBM pada bulan Oktober 2005, yang direspon pelaku ekonomi secara positif. Hal ini tercermin pada meredanya ekspektasi depresiasi dan menurunnya ekspektasi inflasi pasca kenaikan harga BBM. Kejadian tersebut menunjukkan bahwa penyampaian sinyal kebijakan yang jelas dan dikemas dengan strategi komunikasi tepat telah berhasil menumbuhkan pemahaman yang positif mengenai langkah kebijakan Bank Indonesia, dan sekaligus mempengaruhi ekspektasi masyarakat akan prospek ekonomi dan arah kebijakan ke depan.

(iii) Peningkatan kredibilitas kebijakan

Sejalan dengan penerapan ITF, kredibilitas kebijakan moneter, lambat namun pasti, mengalami peningkatan. 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. Kondisi tersebut didukung oleh hasil pengujian empiris yang menunjukkan bahwa selama penerapan ITF derajat kredibilitas kebijakan moneter telah meningkat dua kali lipat, walaupun masih belum sepenuhnya kredibel (*imperfect credibility*).
- *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 dunia usaha secara luas. Selain itu, terlepas dari adanya perbedaan persepsi dalam penghitungan *forecast* inflasi

dan indikator makro lainnya oleh Bank Indonesia dan pemerintah, publik umumnya dapat memahami mengapa Bank Indonesia mempunyai perbedaan penghitungan dengan pemerintah.

Di luar catatan keberhasilan ITF tersebut, terdapat beberapa catatan penyempurnaan yang mendasar bagi kinerja ITF ke depan, khususnya terkait perubahan perilaku dalam sistem keuangan di satu sisi, serta sampai sejauhmana peran ITF dalam mendukung proses pemulihan ekonomi domestik dalam situasi krisis keuangan global dewasa ini, yang antara lain disertai dengan fenomena eksès likuiditas dan *structural rigidity*. Yang juga penting adalah bagaimana manfaat keberadaan ITF selanjutnya dapat direfleksikan ke dalam pembangunan ekonomi dalam perspektif regional. Permasalahan-permasalahan tersebut pada akhirnya telah menjadikan dimensi pengelolaan kebijakan moneter di Indonesia menjadi semakin kompleks.

Implikasi Kebijakan Jangka Pendek dan Pemikiran ke Depan

Implikasi kebijakan jangka pendek yang mendasar yang dapat ditarik dari pengamatan tersebut adalah terkait dengan perlunya fleksibilitas dan koordinasi integratif kebijakan, peningkatan pemahaman atas peran penting sektor keuangan, perlunya memperhitungkan pengaruh regional dari kebijakan moneter, serta penguatan strategi komunikasi kebijakan moneter. Krisis dan perubahan perilaku di sektor keuangan yang terjadi dewasa ini menuntut Bank Indonesia untuk lebih fleksibel dan kreatif dalam merespon ketidakpastian yang muncul dalam perekonomian dan berada di luar keyakinan umum. Kebijakan parsial yang hanya mengedepankan stabilitas harga atau sistem keuangan saja, akan dapat mengakibatkan pengelolaan stabilitas makroekonomi menjadi kurang optimal. Hal ini berimplikasi bahwa formulasi kebijakan moneter oleh Bank Indonesia perlu semakin mempertimbangkan peran dan dinamika sistem keuangan, yaitu dengan mengakomodir indikator kestabilan keuangan dan memiliki horison *forward looking* lebih panjang. Kebijakan moneter diharapkan dapat menjangkar perbedaan karakteristik perekonomian daerah, sedemikian hingga dapat mengurangi divergensi inflasi dan disparitas kinerja perekonomian antar daerah, serta mendukung hasil pembangunan nasional. *Last but not least*, dalam jangka pendek strategi komunikasi kebijakan menjadi sangat penting. Komunikasi kebijakan moneter bukan lagi *for*

the sake of transparency and accountability, namun lebih sebagai sebuah instrumen kebijakan moneter yang sangat berperan.

Sejalan dengan implikasi kebijakan jangka pendek tersebut, dalam perspektif kebijakan ke depan, krisis dan perubahan perilaku di sektor keuangan memberikan justifikasi terhadap perlunya penerapan ITF yang tidak kaku (*flexible ITF*), tidak hanya dilihat dari tataran strategis, namun juga tataran operasional, sebagai format yang ideal untuk perekonomian Indonesia. Dalam konteks pemenuhan kondisi kecukupan penerapan *flexible ITF*, terdapat dua aspek mendasar yang perlu dipahami. *Pertama*, dalam penerapan *flexible ITF* bahwa pencapaian stabilitas harga adalah hanya memenuhi syarat perlu, belum kondisi kecukupan. Untuk itu, keberhasilan penerapan *flexible ITF* harus didukung dengan kerangka kerja pengaturan di sektor keuangan secara makro (*macroprudential regulatory framework*). *Kedua*, dengan adanya *trade-off* antara fleksibilitas dan kredibilitas maka penerapan *flexible ITF* harus mencerminkan pencapaian tujuan yang tidak hanya fleksibel, namun fleksibel yang kredibel (*credible flexibility*).



Halaman ini sengaja dikosongkan

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

1.1.1. ITF dalam perspektif pembangunan kredibilitas kebijakan moneter

Krisis ekonomi yang melanda Indonesia pada 1997/98 telah menimbulkan berbagai permasalahan yang demikian berat serta peningkatan kerentanan kondisi ekonomi Indonesia. Dalam perspektif lain, permasalahan dan kerentanan kondisi ekonomi yang terjadi pada masa krisis tersebut juga mengindikasikan adanya beberapa kelemahan dalam penerapan kebijakan ekonomi makro yang selanjutnya menimbulkan distorsi ekonomi serta tidak sehatnya struktur dan perkembangan perekonomian nasional. Di sisi lain, perkembangan ekonomi global yang demikian pesat juga telah menyebabkan semakin kompleksnya tantangan kebijakan moneter di Indonesia. Hal antara lain tercermin pada tingginya fluktuasi perkembangan beberapa indikator ekonomi makro utama, seperti tingkat output, harga, besaran moneter, dan suku bunga. Dengan kondisi tersebut, salah satu isu strategis yang muncul adalah terkait dengan sampai sejauhmana derajat kredibilitas dan efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter dalam mencapai sasaran akhir yang ditetapkan.

Di sisi lain, berbagai perubahan yang terjadi dalam perekonomian dan peralihan sistem nilai tukar dari sistem mengambang terkendali menjadi sistem mengambang pada periode krisis tersebut, juga mempunyai implikasi terhadap keterkaitan antar variabel, termasuk mekanisme transmisi kebijakan moneter. Sementara itu, dari sisi kelembagaan, dengan dikeluarkannya UU No. 23 Tahun 1999, sebagaimana diamandemen dengan UU No. 6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia¹ sebagai landasan hukum yang baru, menjadikan tujuan Bank Indonesia lebih terfokus, yaitu mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah, yang dalam hal ini lebih diidentifikasi sebagai kestabilan harga (inflasi). Perubahan tatanan kelembagaan di atas akhirnya mengarahkan kebijakan moneter pada penerapan strategi kebijakan yang menargetkan inflasi (*inflation targeting framework* / ITF). Reorientasi sasaran 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

¹ Merupakan amandemen undang-undang yang ke dua, tentang Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang Nomor 2 Tahun 2008 tentang Perubahan Kedua atas Undang-Undang Nomor 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia. Amandemen undang-undang pertama ditetapkan dengan UU No. 3 Tahun 2004 tentang Bank Indonesia.

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.

Secara konseptual, seperti ditegaskan Bernanke et. al. (1999), ITF bukanlah suatu kaidah (*rule*) yang baku dan kaku tetapi lebih merupakan kerangka kerja dimana bank sentral merumuskan dan melaksanakan kebijakan moneternya. Demikian pula, dengan penerapan ITF, bukan berarti bahwa kebijakan moneter hanya mempertimbangkan inflasi saja. Dari sisi teoritis maupun prakteknya, dalam penetapan sasaran inflasi selalu dipertimbangkan pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi. Untuk penetapan sasaran inflasi dalam konteks *trade-off* inflasi dan output sesuai dengan fenomena *Phillips Curve* jangka pendek. Bukti empiris juga menunjukkan bahwa pertimbangan output riil dalam penerapan ITF adalah suatu yang niscaya di berbagai negara. Dengan demikian, pencapaian stabilitas harga dalam ITF diupayakan untuk tidak terlalu mengorbankan pertumbuhan ekonomi.²

Dalam rejim ITF, kebijakan moneter bersifat *forward looking* terhadap inflasi ke depan, dan hal ini berimplikasi bahwa inflasi yang akan terjadi harus dijaga agar sesuai dengan target yang telah ditetapkan. Untuk mendukung formulasi kebijakan tersebut diperlukan kemampuan bank sentral untuk menangkap atau memperhitungkan perilaku ekspektasi dan informasi yang akurat dan *reliable* mengenai proyeksi inflasi yang akan datang guna menentukan pilihan respons kebijakan moneter yang akan dirempuh, apakah netral ketat atau longgar. Hal ini tentunya memerlukan kredibilitas kebijakan yang tinggi dari bank sentral untuk memberikan komitmen dalam mencapai target inflasi yang rendah dan stabil. Jika bank sentral kredibel maka ekspektasi inflasi agen ekonomi dapat diarahkan mendekati dan menuju target inflasi yang ditetapkan bank sentral. Secara teoritis, jika kebijakan moneter sepenuhnya kredibel maka ekspektasi inflasi dan inflasi aktual akan konvergen ke target inflasi, atau tidak ada “bias inflasi”, sehingga efektivitas kebijakan moneter dapat diupayakan secara optimal.

² Untuk referensi dasar mengenai konsep dan pengalaman empiris penerapan ITF lebih jauh, silakan baca Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press; Bofinger, P. (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press.

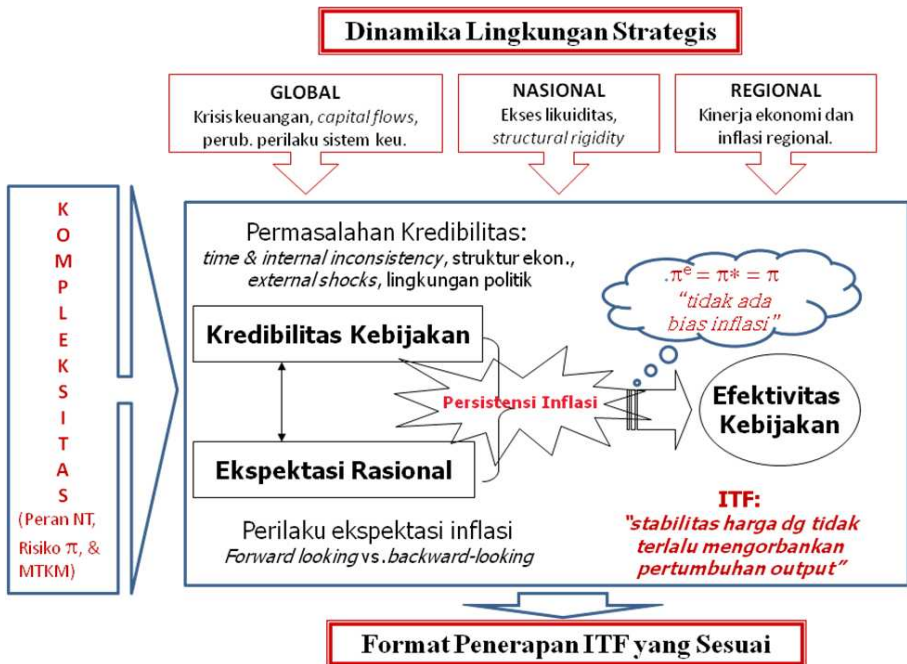
1.1.2. Kredibilitas kebijakan, dinamika lingkungan strategis dan format ITF

Dalam selang waktu lebih dari sepuluh tahun terakhir, dalam situasi ekonomi yang belum sepenuhnya pulih dari permasalahan yang timbul sebagai akibat krisis keuangan global sejak 2007, tantangan bagi penerapan paradigma kebijakan moneter berdasarkan ITF cenderung semakin berat dan 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 perbaikan ekonomi yang masih diselimuti ketidakpastian.

Secara mendasar, tantangan yang dihadapi oleh Bank Indonesia dalam menerapkan kebijakan moneter secara efektif dapat diamati dari berbagai permasalahan yang berakar dari dinamika lingkungan strategis dalam lingkup global, nasional, maupun regional. Dalam lingkup global, permasalahan muncul terkait dengan pengaruh negatif krisis keuangan dan tingginya mobilitas arus dana asing jangka pendek yang sangat mempengaruhi perkembangan nilai tukar. Selain itu, terjadinya perubahan perilaku dalam sistem keuangan juga berpotensi meningkatkan kompleksitas pengendalian moneter dan semakin sulitnya pengambilan keputusan. Dalam lingkup nasional, permasalahan yang muncul lebih terkait dengan terjadinya fenomena eksekusi likuiditas di satu sisi dan fenomena kekakuan struktural di sisi suplai (*structural rigidity*) di sisi lain, yang secara fundamental mengganggu bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan dan memberikan tekanan terhadap stabilitas moneter. Sementara itu, dalam lingkup regional adalah terkait dengan peningkatan dinamika keuangan pemerintah sejalan dengan berlangsungnya era otonomi daerah, yang menyebabkan persistensi tekanan inflasi daerah masih cenderung tinggi. Dalam lingkungan yang sangat dinamis tersebut, tentunya tidak mudah bagi Bank Indonesia untuk mengarahkan inflasi pada sasarannya, dan dengan demikian membangun kredibilitas kebijakan moneter. Secara umum, kerangka pemikiran tersebut dapat diilustrasikan pada Bagan di bawah.³

³ Paparan lebih lanjut mengenai dinamika lingkungan strategis dan implikasinya pada pelaksanaan kebijakan moneter akan disampaikan pada Bab 2 paper ini.

Bagan 1.1. Kredibilitas kebijakan dalam dinamika lingkungan strategis



Dalam praktek, kredibilitas kebijakan dapat dilihat dari aspek pencapaian target dan proses pelaksanaan kebijakan. Berdasarkan pencapaian target kebijakan, kredibilitas kebijakan dapat dinilai dari apakah Bank Indonesia dapat mengupayakan inflasi pada sasaran yang ditetapkan. Sementara itu, dalam tataran proses pelaksanaan kebijakan, kredibilitas kebijakan juga dapat diamati dari perilaku respons kebijakan Bank Indonesia, apakah dilaksanakan secara konsisten atau tidak. Secara intuitif, kedua aspek tersebut seharusnya berkaitan erat, dalam artian, proses pelaksanaan kebijakan yang terencana dengan baik akan mendukung pencapaian target kebijakan yang diinginkan. Namun, dalam praktek, bisa saja kebijakan telah dilaksanakan dengan baik dan konsisten; namun, karena adanya pengaruh perubahan lingkungan strategis di atas, yang berada di luar

kendali Bank Indonesia, pencapaian target inflasi tidak dapat diupayakan dengan optimal.⁴

Pengamatan awal yang mendasarkan pencapaian target kebijakan di atas menyimpulkan bahwa pencapaian inflasi sebagai sasaran akhir kebijakan moneter di Indonesia masih belum seperti yang diharapkan. Pada periode 2000-2009, yang meliputi periode transisi penerapan ITF (2000 – Juli 2005) dan periode penerapan ITF secara formal (sejak Juli 2005), dapat dicermati bagaimana proses disinflasi berjalan [Tabel I.1]. Apabila membandingkan inflasi pada periode penerapan ITF dengan periode sebelum krisis dapat disimpulkan bahwa secara umum belum ada perbedaan yang berarti, dimana rata-rata inflasi pada kedua periode tersebut berada pada kisaran 8 – 9%. Apabila dicermati pencapaian target inflasi pada periode penerapan ITF dari tahun ke tahun dapat dilihat bahwa pencapaian inflasi aktual yang tepat berada dalam kisaran target inflasi hanya terjadi dua kali, yaitu pada tahun 2004 dan 2007. Sementara itu, walaupun pencapaian inflasi pada tahun 2003 dan 2006, maupun (prakiraan) 2009 lebih rendah dari target, namun berada di bawah kisaran target inflasi. Perkembangan inflasi sempat mencapai level terendah 5.06% pada 2003 dan 3.% pada 2009; namun, dengan melihat potensi tekanan inflasi ke depan, tampaknya pergerakan inflasi sulit untuk mengarah pada target jangka panjang sebesar 3% dalam waktu yang segera, sebagaimana inflasi di negara-negara maju dan negara tetangga di ASEAN.

⁴ Secara konseptual terdapat banyak faktor yang dapat mempengaruhi pencapaian sasaran inflasi dan selanjutnya menggagu kredibilitas kebijakan ekonomi. Beberapa literatur menyebutkan beberapa faktor antara lain: (i) *time inconsistency*, (ii) lemahnya koordinasi kebijakan, (iii) informasi yang tidak simetris, (iv) gejala struktural yang sulit diprediksi, dan (v) lingkungan politik yang tidak kondusif.

Tabel 1.1. Perkembangan Inflasi Aktual dan Sasaran

Tahun	Sasaran Inflasi	Inflasi Aktual	Inflasi Inti	SBI rate
2000	5 – 7	9.35	9.87	12.55
2001	6 – 8	12.55	10.04	16.64
2002	9 – 10	10.03	6.96	14.51
2003	8 – 10	5.06	6.93	9.48
2004	4.5 – 6.5	6.4	6.69	7.43
2005	6 ± 1	17.1	9.7	9.17
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
2009*	4.5 ± 1	3.11	4.09	6.5

*) Angka prakiraan per November 2009

Sumber: Bank Sumber: Bank Indonesia

Sementara itu, berdasarkan proses pelaksanaan kebijakan, dari studi pendahuluan terhadap repons kebijakan yang mengacu pada perilaku *policy rule* yang optimal, disimpulkan bahwa episode pelaksanaan kebijakan moneter di Indonesia dalam tiga dasawarsa terakhir umumnya diwarnai oleh penerapan respons kebijakan yang suboptimal dan reaktif dengan unsur *discretion* yang cukup dominan (Solikin, 2005). Hal ini tercermin pada adanya kecenderungan penerapan respons kebijakan yang terlalu ketat (suku bunga kebijakan relatif tinggi) atau longgar (suku bunga kebijakan relatif rendah), maupun adanya respons kebijakan yang cenderung merupakan reaksi dari kondisi yang terjadi secara instan, yang dapat diinterpretasikan sebagai adanya kekurangkonsistenan kebijakan dari waktu ke waktu. Misalnya, respons kebijakan dilaksanakan terlalu ketat pada tahun pertama yang dilanjutkan dengan ekspansi di tahun-tahun berikutnya. Asesmen terkini dengan mengacu pada perilaku Taylor Rule (IMF, 2009) juga menunjukkan bahwa secara umum respons kebijakan moneter di Indonesia sejak diterapkannya ITF pada Juli 2005 cenderung bias eskpansif. Secara tidak langsung, kondisi tersebut mengindikasikan adanya kecenderungan terjadinya *time inconsistency* kebijakan

dan sekaligus merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kredibilitas dan efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter di Indonesia selama ini.

Dengan mengamati kedua fakta empiris tersebut, pertanyaan mendasar yang muncul adalah apakah evaluasi pelaksanaan kebijakan moneter yang dilakukan hanya dengan berdasarkan pada perbandingan pencapaian dan sasaran inflasi adalah cukup? Jawabannya adalah tidak. Terlebih, apabila dengan memperhitungkan beberapa pengamatan bahwa penerapan ITF telah cukup berhasil menjangkar ekspektasi inflasi ke depan dengan lebih baik. Hasil survei menunjukkan deviasi ekspektasi inflasi terhadap inflasi aktual dan target inflasi sejak penerapan ITF cenderung menurun; dan hal ini sejalan dengan ekspektasi inflasi yang cenderung *forward looking* (Harmanta, 2009). Demikian pula, beberapa pengamatan empiris juga menunjukkan bahwa perbaikan ekspektasi telah turut berkontribusi pada penurunan inflasi inti dalam pada era penarapan ITF.⁵

Svensson (2009b) menjelaskan dua faktor mengapa evaluasi pelaksanaan kebijakan moneter tidak sesederhana sebagaimana disinggung di atas. *Pertama* karena respons inflasi terhadap kebijakan moneter bervariasi, baik dari segi waktu (*lag*) maupun kadar elastisitas. Di sisi lain, inflasi juga dipengaruhi oleh kejutan struktural (*shocks*) yang sulit untuk diidentifikasi kapan terjadinya. Dengan kondisi tersebut, bank sentral tidak mempunyai kontrol penuh terhadap inflasi, sehingga walaupun bank sentral menerapkan respons kebijakan yang tepat, belum tentu perkembangan inflasi berada pada kisaran targetnya; atau sebaliknya. Alasan kedua adalah fakta empiris bahwa, dalam konteks penerapan ITF, bank sentral pada umumnya dasarnya *flexible* ITF, yang berarti bahwa dalam jangka pendek bank sentral akan berupaya untuk menstabilkan perkembangan inflasi dan ekonomi riil bersama-sama. Hal ini tentunya akan mengorbankan pencapaian inflasi jangka pendek.⁶

Dengan demikian, ukuran derajat kredibilitas harus menekankan sejauhmana ekspektasi inflasi diarahkan di sekitar sasaran yang telah ditetapkan, atau dengan kata lain harus ada kesesuaian antara ekspektasi inflasi dengan *forecast* inflasi. Apakah pemenuhan kondisi tersebut sudah cukup? Jawabannya adalah belum.

⁵ Penjelasan lebih lanjut mengenai hal ini akan disampaikan pada Bab 3. Sasaran Inflasi.

⁶ Walsh (2008) menekankan bahwa "*inflation targeting is not strict inflation targeting*". Menurut Walsh, walaupun rejim ITF diterapkan secara bervariasi, tidak ada satupun bank sentral yang menerapkan ITF secara ketat. Sebaliknya, perilaku *inflation targeters* secara konsisten menunjukkan concern pada stabilitas inflasi dan output, sebagaimana dikenal sebagai '*flexible inflation targeters*'.

Hal ini mengingatkan bahwa kebijakan moneter harus dapat diterapkan secara efektif, dalam artian dapat diarahkan untuk mempengaruhi kegiatan ekonomi pada kondisi yang diharapkan (Svensson, 2009b). Dengan demikian, selain keyakinan publik pada kemampuan bank sentral untuk menjaga inflasi, kemampuan melakukan komunikasi kebijakan ke publik dengan baik menjadi kunci efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter. Dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa kredibilitas dan efektivitas pelaksanaan kebijakan pada dasarnya merupakan dua aspek strategis yang harus diperhatikan dalam rangka melakukan evaluasi atas kinerja pelaksanaan ITF oleh bank sentral.

Dalam perjalanannya, debat akademis dan studi empiris terus mewarnai kelayakan penerapan ITF, khususnya di negara-negara berkembang yang pada umumnya sedang mengalami perubahan struktural dan sedang dalam tahap awal proses transisi atau pengembangan kelembagaan. Dalam usinya yang menginjak 20 tahun, legitimasi keberadaan ITF juga mendapatkan tantangan berat sejalan dengan terjadinya krisis keuangan global sejak dua tahun terakhir. Tidak ada yang membayangkan sebelumnya dampak krisis keuangan yang terjadi ini akan begitu cepat dan mendalam. Hanya dalam hitungan bulan, pertumbuhan ekonomi dunia diperkirakan menurun dengan besaran dan jangka waktu yang berada di luar perkiraan. Bila pada pertengahan 2008 IMF masih memperkirakan ekonomi global 2009 tumbuh sekitar 3.9%, maka tingginya ketidakpastian dan risiko mengakibatkan proyeksi pertumbuhan ekonomi terus direvisi menjadi lebih rendah. Pertumbuhan ekonomi dunia 2009 pada April 2009 diperkirakan akan mengalami kontraksi hingga mencapai 1.3% terutama akibat kontraksi cukup dalam terjadi pada perekonomian negara maju yang diperkirakan mencapai 3.8%. Angka pertumbuhan yang tidak terpikirkan sebelumnya, terutama jika dibandingkan tahun sebelum 2007 yang ditandai oleh pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi dan dibarengi oleh inflasi yang relatif stabil.

Di balik berbagai dinamika krisis keuangan global dewasa ini, setidaknya terdapat tiga hal terkait pengelolaan kebijakan moneter dan makroekonomi yang perlu dicermati oleh Bank Indonesia. Ketiga hal tersebut berhubungan dengan asesmen terhadap lingkungan ekonomi yang sedang terjadi, analisis terhadap faktor yang mempengaruhi kredibilitas dan efektivitas kebijakan moneter, serta perumusan kebijakan yang sebaiknya ditempuh. Hal ini terutama terkait dengan fakta bahwa lingkungan ekonomi global dalam satu dekade terakhir ini memang

sudah berubah dibandingkan keyakinan pada dekade 1990-an, dimana aktor utama pendorong perubahan lingkungan ekonomi ini adalah sistem keuangan yang juga telah berkembang dan berubah dengan cepat. Beberapa identifikasi menunjukkan perubahan lingkungan ekonomi yang dimotori oleh perubahan perilaku sistem keuangan ini telah mengakibatkan bergesernya bahkan berubahnya perilaku beberapa variabel dan pola interaksinya dengan variabel lain. Salah satu yang mengeser perilaku tersebut adalah menguatnya peran persepsi risiko sejalan dengan perubahan perilaku di sistem keuangan.

Secara keseluruhan, perubahan lingkungan strategis di atas serta berbagai pola integrasi yang terjadi di sektor keuangan telah meningkatkan kompleksitas pengelolaan kebijakan moneter, seperti dilema penempatan peran nilai tukar dalam formulasi kebijakan moneter, kecermatan mengidentifikasi risiko inflasi dan tentu saja ketepatan menganalisis efektivitas kebijakan moneter. Kompleksitas pengelolaan kebijakan moneter ini pada akhirnya perlu disikapi oleh Bank Indonesia, tidak terbatas pada pematangan kerangka kerja ITF dan sekaligus memperluas ruang lingkup kebijakan yang sudah ada; namun tidak menutup kemungkinan menggeser paradigma kebijakan mengikuti perubahan lingkungan ekonomi yang terjadi dewasa ini.

Isu yang paling mendasar adalah bagaimana menempatkan ITF sebagai suatu kerangka kebijakan moneter yang *feasible* di masa krisis. Merujuk pada pandangan beberapa pakar ekonomi serta pengalaman beberapa bank sentral dapat disimpulkan bahwa krisis keuangan global ini telah membawa pesan kuat tentang lingkungan ekonomi telah berubah. Perubahan ini menuntut bank sentral untuk semakin fleksibel dan kreatif dalam merespon ketidakpastian yang muncul dalam perekonomian dan berada di luar keyakinan umum (Acharya and Richardson, 2009). Fleksibilitas dan kelenturan kebijakan sangat dibutuhkan dalam jangka pendek agar respon kebijakan yang ditempuh tidak semakin memberikan tekanan balik terhadap upaya menjaga stabilitas makroekonomi. Beberapa respon kebijakan yang ditempuh di tengah krisis keuangan saat ini dapat dijadikan ilustrasi kelenturan kebijakan tersebut. Dalam perkembangannya sambil mencari bentuk formal, kaidah kebijakan (*policy rule*) dapat dikembalikan kepada kaidah awal jika ketidakpastian tersebut hanya bersifat temporer. Hal ini berimplikasi identifikasi *how temporary is the temporary* menjadi penting. Identifikasi *timing inflection point* dari ketidakpastian menjadi sangat strategis sehingga respon kebijakan yang

ditempuh tetap menjadi efektif selanjutnya. Selanjutnya, kreativitas kebijakan akhirnya akan sangat diperlukan jika bank sentral meyakini bahwa ketidakpastian yang muncul merupakan gejala permanen terjadinya perubahan lingkungan ekonomi. Dalam konteks ini, kaidah kebijakan memang perlu disesuaikan sehingga tetap dapat mengantisipasi risiko yang akan muncul dan dapat mengganggu stabilitas makroekonomi. Secara tersirat, pandangan di atas menekankan relevansi penerapan *flexible ITF* pada periode dimana suatu perekonomian mengalami tekanan krisis yang berat, seperti halnya yang dialami oleh banyak negara, baik negara maju maupun berkembang.

Namun, apakah penerapan *flexible ITF* relevan untuk Indonesia? Jika demikian, sejauhmana fleksibilitas ITF sebaiknya dirumuskan baik dalam tataran strategis maupun operasional? Bagaimana memperhitungkan peran stabilitas sistem keuangan, harga aset, dan nilai tukar? Bagaimana menilai bekerjanya mekanisme transmisi? Bagaimana meningkatkan peran transparansi dan komunikasi? Bagaimana implikasinya pada kualitas koordinasi kebijakan moneter dengan kebijakan publik lain? Bagaimana melihat kerangka kerja ITF dalam perspektif kebijakan ekonomi regional? Review terhadap penerapan ITF di Indonesia pada dasarnya dilakukan dengan mengacu pada pertanyaan-pertanyaan mendasar tersebut.

1.2. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Berdasarkan substansi permasalahannya, penelitian ini merupakan review kinerja penerapan ITF di Indonesia ke tiga. Review terhadap penerapan ITF di Indonesia pertama kali dilakukan oleh Bank Indonesia pada Agustus 2006, dengan memperhitungkan beberapa pandangan, respons, dan ekspektasi stakeholders, yang diwakili oleh beberapa pakar ekonomi. Dengan mengacu pada empat aspek, yaitu penetapan sasaran inflasi, respons kebijakan moneter, operasional kebijakan moneter, komunikasi, transparansi dan akuntabilitas kebijakan, serta koordinasi kebijakan, review penerapan ITF di Indonesia yang baru berusia 1 tahun ini 2006 memberikan hasil yang relatif prematur. Namun, secara umum para pakar mencatat adanya perkembangan positif dalam 1 tahun penerapan ITF, yaitu dari sisi penggunaan suku bunga sebagai sasaran operasional, penetapan sasaran inflasi jangka panjang, perumusan kebijakan moneter *forward looking*, penguatan komunikasi dan transparansi kepada publik, maupun penguatan koordinasi

kebijakan moneter dengan kebijakan pemerintah. Catatan penting disampaikan terutama terkait dengan pentingnya bagi Bank Indonesia untuk meningkatkan komitmen kebijakan guna mendukung kredibilitas pengendalian inflasi. Terkait dengan hal ini, berbagai langkah kebijakan yang telah dilakukan selama ini perlu terus diperkuat dan didukung selain oleh peningkatan transparansi dan strategi komunikasi yang efektif guna mempengaruhi pembentukan ekspektasi inflasi masyarakat, juga oleh koordinasi yang erat dengan pemerintah.

Review terhadap penerapan ITF di Indonesia secara independen juga dilakukan oleh IMF pada September 2006. Dengan mengacu pada empat aspek, yaitu proses penetapan kebijakan, kapasitas analisis dan riset kebijakan, operasi moneter dan instrumen kebijakan moneter, dan komunikasi kebijakan, review ini menyimpulkan bahwa secara umum penerapan ITF cukup berhasil. Walaupun diwarnai dengan volatilitas inflasi yang disebabkan oleh faktor di luar kendali Bank Indonesia,⁷ penerapan ITF telah meningkatkan transparansi dan akuntabilitas kebijakan moneter. Sejalan dengan itu, analisis dan diskusi kebijakan juga mengalami perbaikan kualitas. Namun demikian, hasil review menekankan perlunya peningkatan dukungan dan komitmen dari jajaran Pimpinan Bank Indonesia dalam meningkatkan kesadaran dan kredibilitas akan pencapaian sasaran inflasi.

Masih sejalan dengan semangat kedua review tersebut, penelitian ini bertujuan untuk melakukan review kinerja penerapan ITF di Indonesia serta memberikan masukan penyempurnaan strategi penerapan ITF di Indonesia ke depan. Secara khusus penelitian ini bertujuan untuk menjawab beberapa isu mendasar terkait dengan format ITF yang sesuai dengan karakteristik perekonomian Indonesia yaitu:

- (i) Meneliti sampai sejauhmana kinerja penerapan ITF saat ini
- (ii) Menilai apakah pencapaian kinerja ITF tersebut telah sesuai dengan harapan
- (iii) Meneliti faktor-faktor yang menjadi kendala penerapan ITF
- (iv) Menyampaikan rekomendasi/pemikiran normatif mengenai format ITF yang sesuai diterapkan dan mendukung efektivitas kebijakan moneter di Indonesia

⁷ Sejalan dengan kenaikan harga minyak mentah dunia, pada bulan Maret dan Oktober 2005 Pemerintah mengeluarkan kebijakan untuk menaikkan harga BBM, masing-masing dengan rata-rata 29% dan 120%.

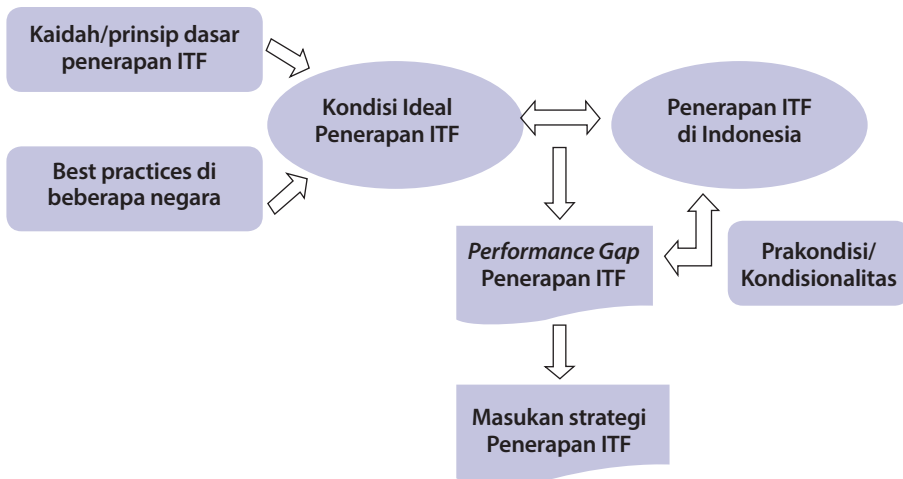
Penelitian ini merupakan review menyeluruh yang merupakan pelengkap sekaligus update dari review yang pernah dilakukan sebelumnya, baik oleh IMF maupun oleh BI. Penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat utama, yaitu memberikan landasan pemikiran dalam rangka pelaksanaan strategi kebijakan moneter berbasis ITF. Selain itu, penelitian ini akan menjadi salah satu referensi dalam tindak lanjut kegiatan, baik berupa diseminasi ke masyarakat maupun pijakan studi lanjutan, dalam rangka meningkatkan pemahaman publik mengenai ITF pada khususnya, dan pelaksanaan kebijakan moneter pada umumnya.

1.3. Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan time frame sejak Juli 2005 sampai dengan sekarang, yang merupakan periode penerapan ITF secara formal oleh Bank Indonesia, dengan penekanan analisis pada sekitar 1-2 tahun terakhir. Pada periode 2 tahun terakhir, perekonomian dunia masih diselimuti oleh pengaruh krisis keuangan global. Sementara itu, sejak Juni 2008 Bank Indonesia mulai menggunakan suku bunga PUAB O/N sebagai sasaran operasional kebijakan, menggantikan suku bunga SBI 1 bulan.

Teknik penggalan informasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *comparative review* atas literatur, policy paper, dan dokumentasi lain yang didukung oleh analisis dan permodelan empiris. Pelaksanaan review dilakukan dengan membandingkan pencapaian kinerja penerapan ITF di Indonesia dengan kaidah atau prinsip dasar penerapan ITF, baik yang berakar pada kajian teoritis maupun *best practices* beberapa negara. Dalam pembadingan ini, akan dianalisis pula prakondisi atau kondisionalitas yang terjadi yang berpotensi memunculkan konflik atau hambatan dalam pencapaian hasil yang diharapkan. Hasil identifikasi *performance gap* penerapan ITF yang didasarkan pada perbandingan tersebut akan menjadi rujukan untuk penyempurnaan strategi penerapan ITF ke depan. Secara ringkas hal tersebut dapat disampaikan pada bagan di bawah ini.

Bagan 1.2. Alur Pelaksanaan Review



Terkait dengan prinsip dasar penerapan ITF, telah banyak literatur yang membahasnya. Secara umum, terdapat enam prinsip dasar yang dapat digunakan sebagai panduan dalam menetapkan disain, implementasi dan sekaligus evaluasi ITF, yaitu sebagai berikut (Freedman and Laxton (2009).

- Peran utama dari kebijakan moneter adalah memberikan semacam arahan (dalam bentuk *nominal anchor*) pada perekonomian, sehingga pemberian bobot pada tujuan ekonomi lain harus konsisten dengan penetapan arah inflasi dan ekspektasi inflasi.
- ITF yang efektif akan memiliki pengaruh positif bagi kemakmuran melalui perannya dalam mengurangi ketidakpastian, mengarahkan ekspektasi inflasi, serta menekan frekuensi dan kedalaman siklus *boom-bust* ekonomi.
- Kesuksesan ITF tergantung pada kebijakan-kebijakan lain yang membuat pelaksanaan kebijakan moneter lebih mudah dan kredibel.
- Karena adanya lag kebijakan moneter dan kepentingan untuk mengkomodir deviasi inflasi dan output, maka menjaga inflasi secara tepat pada sarannya adalah sesuatu yang tidak mungkin. Oleh karena itu, *inflation targeting* lebih merupakan *inflation-forecast targeting*.
- Dengan adanya potensi konflik antara pencapaian inflasi dan tujuan ekonomi

lain, bank sentral harus memiliki tujuan yang jelas serta independensi yang cukup baik dalam mencapai tujuan tersebut.

- f. Harus terdapat monitoring yang efektif serta mekanisme akuntabilitas yang menjamin bahwa bank sentral akan berperilaku secara konsisten terhadap tujuan yang telah diumumkan serta kebijakan moneter didasarkan pada praktik-praktik yang sehat.

Sementara itu, cakupan review pada penelitian ini akan mengacu pada review independen penerapan ITF Indonesia oleh IMF pada 2006 (dan 2009) dan review independen oleh Lars E.O. Svensson pada penerapan ITF di Selandia Baru (2001) dan Lars E.O. Svensson et al. pada penerapan ITF Norwegia (2002), serta pengalaman beberapa negara. Dalam melakukan review independen atas kinerja penerapan ITF di Selandia Baru dan Norwegia, Svensson menetapkan enam aspek dasar, yaitu:

- a. Sasaran inflasi; konsisten Bagaimana bank sentral menginterpretasikan dan menerapkan sasaran inflasinya; apakah pendekatan tersebut konsisten dengan upaya untuk menghindari gejala/ketidakstabilan output, suku bunga dan nilai tukar yang tidak diinginkan.
- b. Instrumen kebijakan moneter; Apakah bank sentral memiliki kecukupan instrumen dan menggunakan instrumen tersebut secara efektif dalam mempengaruhi perkembangan moneter sesuai dengan kondisi yang diharapkan.
- c. Data/indikator perumusan kebijakan; bagaimana sumber, kecukupan, tipe, dan *timelines* dari data yang tersedia, serta bagaimana pengaruhnya pada kemampuan forecasting dan pengambilan keputusan.
- d. Proses perumusan kebijakan moneter; Apakah proses pengambilan keputusan dan struktur akuntabilitas berhasil meningkatkan pencapaian hasil akhir.
- e. Koordinasi kebijakan moneter; Bagaimana mekanisme dan kerangka kerja koordinasi kebijakan moneter dengan kebijakan ekonomi lain.
- f. Komunikasi kebijakan; Apakah komunikasi kebijakan moneter dapat disampaikan ke masyarakat dan pelaku pasar keuangan dengan cara yang sederhana, jelas dan efektif.

Secara umum, dalam pelaksanaan review penerapan ITF di Indonesia pada akhir 2006, cakupan substansi yang digunakan oleh IMF adalah sama dengan yang digunakan oleh Svensson. Yang membedakan adalah pengelompokannya, dimana sasaran inflasi dan koordinasi kebijakan oleh IMF digabung bersama-sama proses perumusan kebijakan dalam satu kelompok, yaitu proses pengambilan keputusan/penetapan kebijakan. Sementara itu, data/indikator perumusan kebijakan oleh IMF digabung dalam kelompok kapasitas analisis dan riset kebijakan. Dengan demikian, empat aspek yang direview oleh IMF adalah: (a) proses penetapan kebijakan, (b) kapasitas analisis dan riset kebijakan, (c) operasi moneter dan instrumen kebijakan moneter, dan (d) komunikasi kebijakan.

Dengan merujuk pada aspek-aspek yang digunakan dalam review penerapan ITF di atas, serta dengan mempertimbangkan dinamika perkembangan ekonomi terakhir, aspek yang direview dalam penelitian ini adalah: (a) sasaran inflasi, (b) kerangka kerja kebijakan, (c) kerangka operasional kebijakan, (d) koordinasi kebijakan, dan (e) kapasitas analisis dan riset kebijakan. Beberapa isu yang terkait dengan kelima aspek tersebut dikelompokkan dan dijabarkan lebih lanjut ke dalam beberapa pertanyaan sebagaimana disampaikan pada tabel berikut (Tabel I.2).

Tabel I.2. Aspek Review dan Jabaran Isu/Pertanyaan

Aspek Review	Jabaran Isu/Pertanyaan
a. Sasaran inflasi	
(i) Penetapan dan pengumuman sasaran inflasi	- Apakah pendekatan dalam penetapan sasaran inflasi konsisten dengan upaya untuk menghindari gejala/ ketidakstabilan output, suku bunga dan nilai tukar yang tidak diinginkan?
(ii) Permasalahan kredibilitas (<i>imperfect credibility</i>)	- Apakah penetapan dan pengumuman sasaran inflasi sudah cukup transparan?
(iii) Proses disinflasi	- Bagaimana pengaruh karakteristik inflasi dan ekspektasi pada permasalahan kredibilitas kebijakan?
	- Bagaimana pengaruh kredibilitas kebijakan pada proses disinflasi?

b. Kerangka kerja kelembagaan (i) Aspek hukum dan pendelegasian wewenang (independensi) (ii) Kerangka analisis dan proses pengambilan keputusan/kebijakan (akuntabilitas) (iii) Transparansi dan komunikasi kebijakan	- Apakah terdapat kejelasan mengenai peran, wewenang, dan tujuan otoritas kebijakan moneter (yang dijamin dengan undang-undang)? - Apakah terdapat monitoring /mekanisme akuntabilitas yang menjamin bank sentral akan berperilaku secara konsisten terhadap tujuan yang telah diumumkan serta kebijakan moneter didasarkan pada praktik-praktik yang sehat? - Apakah proses pengambilan keputusan dan struktur akuntabilitas dapat meningkatkan pencapaian hasil akhir? - Apakah informasi mengenai kebijakan moneter tersedia secara cukup bagi publik? - Apakah komunikasi kebijakan moneter dapat disampaikan ke stakeholders dengan cara yang sederhana, jelas dan efektif?
c. Kerangka kerja operasional (i) Kinerja operasi moneter (ii) Penyempurnaan instrumen moneter (iii) Keterkaitan pasar uang rupiah dan valas	- Apakah terdapat kecukupan instrumen dalam mendukung pelaksanaan kebijakan moneter ? - Sejauhmana tahapan pengembangan/penyempurnaan instrumen moneter dilakukan? - Apakah pelaksanaan operasi moneter telah dilaksanakan secara terpadu dengan mendasarkan pada keterkaitan antara pasar uang rupiah dan pasar uang valas? - Sejauhmana perkembangan instrumen pasar utang dan financial deepening?
d. Koordinasi kebijakan (i) <i>High level and technical level</i> dalam pengendalian inflasi (ii) Koordinasi kebijakan prudensial “makro-mikro” (iii) Peran Kantor Bank Indonesia	- Bagaimana kerangka kerja dan mekanisme koordinasi kebijakan moneter dengan kebijakan ekonomi lain? - Bagaimana koordinasi kebijakan dalam konteks stabilitas moneter dan sistem keuangan? - Bagaimana koordinasi dalam pelaksanaan kebijakan moneter di tingkat daerah? - Potensi permasalahan apa yang muncul dalam koordinasi kebijakan?

e. Kapasitas analisis dan riset kebijakan

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> (i) Transmisi kebijakan moneter (termasuk peran nilai tukar dan indikator keuangan – harga aset, persepsi risiko) (ii) Stabilitas sistem keuangan sebagai faktor pendukung (iii) Permodelan inflasi (indikator kapasitas ekonomi, survei ekspektasi, dan inflasi regional) dan policy rule. | <ul style="list-style-type: none"> - Bagaimana kecukupan piranti permodelan dalam mendukung kemampuan forecasting dan pengambilan keputusan? - Apakah analisis berhasil dalam mengidentifikasi mekanisme transmisi kebijakan moneter, baik proses maupun faktor-faktor yang berperan, terutama dengan mengintegrasikan aspek makro-mikro (stabilitas makro dan stabilitas sistem keuangan) dalam kebijakan bank sentral? - Sejauhmana pemodelan policy rule dalam mengakomodir dinamika perekonomian? - Sejauhmana kinerja survei inflasi dan indikator terkait dalam mendukung analisis dan perumusan kebijakan? |
|---|---|
-

Dengan mengacu pada penjelasan di atas maka alur penulisan dalam penelitian ini akan dijabarkan dalam beberapa bab, yang meliputi:

- I. Pendahuluan
- II. Dinamika Lingkungan Strategis dan Pengaruhnya pada Pelaksanaan Kebijakan Moneter di Indonesia
- III. Sasaran Inflasi
- IV. Kerangka Kerja Kelembagaan
- V. Kerangka Kerja Operasional
- VI. Koordinasi Kebijakan
- VII. Kapasitas Analisis dan Riset Kebijakan
- VIII. Evaluasi Penerapan ITF: Pandangan Pakar
- IX. Kesimpulan, Implikasi Kebijakan, dan Pemikiran ke Depan



BAB 2

DINAMIKA LINGKUNGAN
STRATEGIS DAN
IMPLIKASINYA PADA
PELAKSANAAN KEBIJAKAN
MONETER DI INDONESIA

2.1. Dinamika Lingkungan Strategis

2.1.1. Dinamika global: krisis keuangan, aliran dana, dan perubahan perilaku dalam sistem keuangan

(i) Krisis keuangan dan aliran dana (*capital flows*)

Sebagaimana diketahui, dalam sekitar sepuluh tahun terakhir ini perekonomian Indonesia mengalami dampak dua kejadian krisis yang luar biasa, yaitu krisis keuangan Asia pada 1997/98 dan krisis keuangan global pada 2007/08. Satu hal yang menarik adalah fakta bahwa walaupun episode kejadian krisis tidak selalu merefleksikan kesamaan sumber kerentanan, pada kejadian umumnya terdapat kesamaan dalam hal bagaimana krisis keuangan tersebut terjadi, yaitu dimulai dengan adanya periode aliran dana asing masuk yang sangat besar, yang diikuti oleh perubahan sentimen pasar yang tidak selalu dipicu oleh perubahan fundamental ekonomi. Pada saat muncul gejala-gejala pelarian dana ke luar negeri, yang terjadi selanjutnya adalah semakin memburuknya persepsi investor yang mengakibatkan tekanan yang semakin intensif terhadap cadangan devisa dan nilai tukar. Kejadian ini pada gilirannya akan semakin mendorong arus dana keluar dan selanjutnya memperburuk fundamental ekonomi dan memicu perubahan sentimen pasar, sebagaimana suatu *vicious circle* (Irsad, 2005).

Sebagaimana diketahui, sebelum terjadi krisis keuangan global, perekonomian dunia sedang menghadapi permasalahan serius yang dikenal dengan *global imbalance*. Intensitas *global imbalance* yang meningkat signifikan pada awal 2000-an dianggap sebagai salah satu kontributor utama yang mendorong terjadinya krisis keuangan global saat ini. Dalam hal ini, ketidakseimbangan *saving-investment* yang sangat besar dan konsekuensi yang luar biasa dari *cross border financial flows* telah memberikan tekanan yang berat pada proses intermediasi di sektor keuangan. Lebih lanjut, *global imbalance* yang muncul berinteraksi dengan banyaknya ketidaksempurnaan yang terjadi di pasar dan instrumen keuangan, dimana kondisi tersebut mendorong terjadinya major gejolak keuangan yang sebenarnya terjadi sejak 2004, dan selanjutnya krisis keuangan sejak 2007. Patut dicatat pula beberapa permasalahan fundamental yang turut menyertai krisis keuangan global tersebut, yaitu adanya kebijakan moneter yang ekstra longgar serta akumulasi cadangan devisa yang sangat besar oleh beberapa negara *emerging countries*,

yang pada gilirannya mendorong terjadinya eksekusi likuiditas global dengan segala permasalahan yang terkait.

Sementara itu, untuk kasus Indonesia, pasar keuangan domestik yang semakin terintegrasi dengan pasar keuangan global telah memberikan dampak positif seperti memperdalam pasar, memperkaya sumber pembiayaan dan pada saat tertentu memberikan pasokan valuta. Masuknya investor asing telah membuat pasar keuangan domestik semakin berkembang yang terindikasi dari meningkatnya likuiditas dan efisiensi pasar. Akses sumber pembiayaan perekonomian juga semakin terbuka dengan lebih bervariasinya investor domestik dan investor asing. Selain itu, aliran masuk dana asing juga berperan sebagai penutup gap pasokan valuta asing ketika terjadi kelebihan permintaan.

Namun, terintegrasinya pasar keuangan domestik dengan pasar keuangan global tersebut juga mempunyai dampak negatif terhadap pasar keuangan domestik. Di antara dampak negatif tersebut terlihat jelas dengan anjloknya nilai tukar rupiah serta fluktuasi yang berlebihan (*excessive volatility*) pada saat terjadinya krisis tahun 1997/98, di mana rupiah terdepresiasi sebesar 85% dalam periode Juli 1997-Juni 1998. Selain itu, dampak negatif integrasi pasar keuangan juga terlihat dengan anjloknya harga aset pasar keuangan domestik. Pada saat krisis tahun 1997/98 dan krisis global 2008, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) telah mengalami penurunan sangat tajam, di mana dalam periode Juni 1997-September 1998 IHSG mengalami penurunan sebesar 62%, dan dalam periode Februari 2008-November 2008 IHSG telah mengalami penurunan sebesar 54%. Selain harga saham, anjloknya harga aset juga terlihat dari imbal hasil SUN yang meningkat tajam saat terjadinya krisis, mencapai 16% pada krisis 2005 dan 20% pada krisis 2008.

Perlu ditambahkan bahwa aliran dana asing berkorelasi positif dengan gejolak di pasar domestik dan volatilitas nilai tukar, terutama ketika terjadi aliran dana keluar (*capital reversal*). Pembalikan dana keluar dapat mengakibatkan merosotnya nilai tukar rupiah dan harga aset-aset keuangan domestik. Lebih jauh, aliran dana asing juga dapat memengaruhi stabilitas sistem keuangan melalui mekanisme *currency mismatch* dan *maturity mismatch* di sektor keuangan. Secara makro, masuknya aliran dana asing juga dapat meningkatkan komplikasi manajemen moneter terutama ketika

aliran dana tersebut berdampak pada tingginya volatilitas nilai tukar sehingga terjadi peningkatan jumlah uang beredar. Sebagai contoh, pada tahun 1998 meskipun ekonomi mengalami kontraksi namun karena nilai tukar yang rupiah yang anjlok, kebijakan moneter yang diambil harus ketat. Demikian juga dengan krisis “mini” yang terjadi pada tahun 2005, meskipun pertumbuhan ekonomi pada paruh kedua tahun 2005 lebih lambat dari perkiraan semula, namun karena tekanan nilai tukar akibat adanya pembalikan dana, kebijakan moneter terpaksa harus diperketat.

(ii) Perubahan perilaku dalam sistem keuangan

Satu hal yang patut dicatat bahwa krisis keuangan global yang terjadi sejak pertengahan 2007 telah menimbulkan beberapa pertanyaan mengenai peran kebijakan moneter dan bagaimana kebijakan moneter sebaiknya diterapkan. Hal ini terutama terkait dengan perubahan signifikan lingkungan ekonomi global, khususnya pemburukan kondisi dan kinerja sektor keuangan yang berpotensi efektivitas penerapan kebijakan moneter. Mengacu beberapa pandangan ahli ekonomi,⁸ umumnya disepakati bahwa krisis keuangan global tidak terjadi semerta-merta, namun lebih sebagai suatu proses dan resultan dari beberapa dinamika ekonomi, khususnya di sektor keuangan, yang terjadi di luar kedali pelaku pasar dan pengambil kebijakan.

Di luar perkembangan tersebut, sebagaimana disaksikan bersama, lingkungan ekonomi global dalam satu dekade terakhir ini juga sudah berubah. Arus informasi dan mobilitas dana bergerak dengan cepat tanpa batas dan dengan cepat mempengaruhi dinamika perekonomian global. Gejolak di satu negara akan dengan cepat mempengaruhi negara lain dan bahkan meluas ke negara lain. Krisis keuangan global saat ini memberikan gambaran kuat kondisi tersebut. Pendorong utama perubahan lingkungan ekonomi global tersebut adalah sistem keuangan global yang berkembang

⁸ Beberapa pandangan menegaskan bahwa kebijakan moneter tidak dapat diterapkan secara efektif dalam situasi krisis (Krugman, 2008). Bahkan beberapa *board members* dari US Federal Reserve System (FRS) juga meyakini bahwa dalam situasi krisis keuangan dewasa ini efektivitas kebijakan penurunan suku bunga *fed fund* telah diperlemah oleh terjadinya dislokasi di sektor keuangan sehingga kebijakan moneter tidak bisa diharapkan terlalu jauh untuk mendorong kebangkitan kegiatan ekonomi riil (Board of Governor of FRS, 2008). Namun, banyak juga pandangan yang menyatakan bahwa kebijakan moneter, dengan format penerapan tertentu, masih dapat berperan dengan baik dalam situasi krisis (Mishkin, 2008; Svensson, 2009).

dan berubah dengan cepat sejalan dengan dorongan tiga faktor utama yaitu perkembangan teknologi dan informasi yang pesat, deregulasi sistem keuangan yang mendukung, dan kondisi makroekonomi global yang kondusif. Ketiga faktor ini saling berinteraksi dan pada akhirnya mendorong perubahan signifikan sistem keuangan global. Peran teknologi dan informasi dalam perubahan sistem keuangan berkaitan dengan peningkatan kemampuan menyelesaikan proses perhitungan data yang kompleks. Kemampuan ini selanjutnya telah mendorong berbagai inovasi produk keuangan yang dapat memilah dan membentuk kembali produk dengan karakteristik risiko yang berbeda. Kemampuan ini secara keseluruhan akhirnya telah meningkatkan kemampuan lembaga keuangan dalam memobilisasi dan menyalurkan dana.

Dukungan teknologi dan informasi terhadap perubahan sistem keuangan tersebut semakin kuat karena pada saat bersamaan berbagai negara menerapkan kebijakan dan deregulasi di bidang keuangan yang mendorong mobilitas aliran dana global. Kebijakan seperti penghapusan *quantity rationing* dan *price control* dalam perkembangannya telah mendorong perubahan tatanan aliran dana global menjadi semakin terintegrasi. Pengaruh teknologi dan informasi serta deregulasi terhadap sistem keuangan semakin terfasilitasi karena pada saat bersamaan selama dekade terakhir kondisi dan kebijakan makroekonomi cukup mendukung. Kondisi moneter global secara umum relatif longgar dimana negara maju secara umum menerapkan kebijakan suku bunga riil baik berjangka pendek maupun berjangka panjang sangat rendah. Saat bersamaan optimisme pelaku ekonomi di sektor riil cukup kuat sehingga semakin mendorong permintaan dana secara global. Secara keseluruhan interaksi ketiga faktor utama tersebut akhirnya mendorong perkembangan sistem keuangan sebagaimana yang terjadi dalam dekade terakhir ini.

Beberapa pengamatan menunjukkan perubahan perilaku dalam sistem keuangan telah cenderung menunjukkan pergerakan secara eksogen sistem keuangan dalam pergerakan sistem perekonomian dan bahkan cenderung menjadi sumber dan pendorong gejolak (*shock amplifier*)⁹. Kondisi ini berbeda dengan asumsi yang banyak digunakan dalam analisis makroekonomi bahwa sistem keuangan bergerak secara endogen mengikuti kegiatan variabel makroekonomi sekaligus menjadi peredam gejolak yang terjadi dalam

⁹ Lihat argumen Allen and Carletti (2008)

kegiatan ekonomi (*shock absorber*). Dalam perspektif lain, perubahan signifikan sistem keuangan global tersebut ini juga tidak terlepas oleh karakteristik internal sistem keuangan yang cenderung *procyclical*. Dalam karakter ini, pelaku pasar keuangan akan cenderung meningkatkan kegiatan usaha khususnya penyaluran kredit pada saat perekonomian dalam siklus ekspansi. Sebaliknya, pelaku pasar keuangan akan mengurangi penyaluran dana pada saat perekonomian dalam siklus resesi. Secara keseluruhan karakteristik sistem keuangan seperti ini, di tengah lingkungan ekonomi global yang ekspansi dalam dekade terakhir, pada akhirnya berkontribusi pada peningkatan pesat sistem keuangan seperti yang terjadi selama satu dekade terakhir ini.¹⁰

Pergeseran dan perubahan lingkungan ekonomi di atas juga menyentuh beberapa aspek dalam kebijakan moneter, yaitu terkait dengan pemahaman tentang jalur transmisi kebijakan dan pengelolaan kebijakan moneter. Pengamatan menunjukkan peran persepsi risiko terindikasi menguat bahkan bisa menjadi dominan dalam transmisi kebijakan moneter. Sementara itu, pengelolaan kebijakan moneter yang ditempuh menjadi semakin kompleks dibandingkan periode sebelumnya, baik terkait dengan menguatnya pengaruh risiko persepsi ini maupun karena dampak proses integrasi pasar keuangan yang terjadi.

Pada akhirnya, krisis keuangan global saat ini juga menunjukkan bahwa peningkatan inovasi keuangan masih diikuti oleh beberapa risiko dan kelemahan. Kelemahan tersebut secara umum berkaitan dengan *market imperfection* yang tidak dapat ditutupi oleh inovasi dan efisiensi di sistem keuangan tersebut. Berbagai kelemahan ini pada akhirnya menjadi pemicu dan pendorong perluasan dampak krisis keuangan seperti yang terjadi saat ini. Dengan kondisi tersebut, apa dan sejauhmana keberhasilan respons

¹⁰ Beberapa studi menunjukkan perilaku lembaga keuangan terkait dengan siklus ekonomi tidak terlepas dari pengaruh persepsi risiko yang dimiliki pelaku pasar keuangan (Adrian and Shin, 2008, Ioannidou *et al*, 2007 dan Cecchetti, 2007). Dalam situasi ekonomi dalam siklus ekspansi, pelaku sektor keuangan akan memiliki persepsi dan optimisme yang berlebihan dalam menyikapi prospek perekonomian secara keseluruhan. Kondisi ini akan mendorong toleransi pelaku sektor keuangan terhadap standar pemberian pinjaman juga meningkat. Namun, perilaku sektor keuangan tersebut berbeda dan cenderung terjadi tidak simetris pada saat ekonomi dalam siklus resesi. Pada siklus ini, pelaku di sektor keuangan akan berubah dengan cepat menjadi pesimis dimana persepsi terhadap risiko meningkat lebih tinggi dan tingkat toleransi terhadap pemberian kredit yang menurun. Fenomena ini dalam beberapa perkembangan akan menurunkan ekspansi kegiatan usaha sektor keuangan lebih besar, meskipun stance kebijakan moneter tidak mengalami perubahan.

kebijakan yang ditempuh dalam mengatasi krisis keuangan juga merupakan isu mendasar yang masih mengandung perdebatan panjang. Untuk kesekian kalinya, krisis keuangan global yang terjadi saat ini mengingatkan semua pihak mengenai bagaimana dinamika perekonomian dunia dan risikonya adalah *highly interconnected*. Dalam hal ini, *contagion* tidak hanya terjadi melalui keterkaitan perdagangan dan keuangan saja, tetapi juga melalui interaksi yang kompleks diantara berbagai risiko, yang akhirnya mendorong peningkatan ketidakpastian dan semakin sulitnya pengambilan keputusan. Untuk itu, berbagai tantangan yang berat yang muncul pada episode krisis keuangan global saat ini telah memaksa otoritas publik untuk mengambil respons kebijakan yang tidak sekedar bersifat jangka pendek, namun juga jangka panjang.

2.1.2. Dinamika nasional: eksek likuiditas dan kekakuan struktural

(i) *Ekses likuiditas*

Telah disinggung di atas mengenai permasalahan fundamental yang turut menyertai krisis keuangan global, terjadinya eksek likuiditas global, yang pada akhirnya mendorong arus dana jangka pendek ke beberapa negara yang memiliki tingkat keuntungan penanaman dana yang relatif lebih menarik, termasuk Indonesia. Namun, sejatinya, permasalahan eksek likuiditas dapat dilihat dari perspektif yang lebih spesifik, yaitu yang terjadi dalam sistem perbankan, dimana hal ini didorong oleh faktor-faktor domestik (*domestic driven*). Untuk Indonesia, data menunjukkan bahwa sejak periode pasca krisis keuangan 1997/98 kondisi eksek likuiditas perbankan meningkat dan bergerak stabil pada level yang tinggi. Dari sisi stok eksek likuiditas, perbankan secara industri selama 2009 meningkat sehingga memiliki kelebihan aset likuid yang masih cukup tinggi¹¹ mencapai 16,0%. Kondisi eksek likuiditas selama 2009 masih berada di atas kisaran rata-rata historis 2000-2009, yaitu sekitar 14,1%.

¹¹ Berdasarkan pendekatan mikro yang sempit, eksek likuiditas perbankan mencerminkan posisi kebijakan bank sentral sebagai penyeimbang dari ketidakseimbangan yang muncul dari adanya selisih antara permintaan cadangan bank dengan pasokannya (*autonomous supply factors*). Berdasarkan konsep ini, eksek likuiditas dihitung dari indikator eksek likuiditas yang likuid, yaitu posisi OPT diluar SBN yang dimiliki BI ditambah dengan excess reserve dan persentase tertentu cash in vault perbankan yang dirasioikan dengan dana pihak ketiga.

Apabila ditilik lebih jauh, fenomena ekseklikuitas di Indonesia cenderung bersifat persisten. Hal ini dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain sebagai berikut. Faktor pertama adalah upaya penanggulangan krisis keuangan 1997/98 melalui penggelontoran BLBI senilai kurang lebih Rp188 triliun yang menjadi awal ekseklikuitas. Pada akhir 1999, sebagai konsekuensinya, OPT meningkat hingga mencapai Rp86,8 triliun. Namun, dana BLBI tidak sepenuhnya menjadi beban OPT karena diserap oleh keperluan permintaan masyarakat terhadap uang kartal karena peningkatan harga yang sangat tinggi serta adanya intervensi valas oleh BI. Faktor kedua adalah kecenderungan net ekspansi rupiah dari operasi keuangan pemerintah yang terus meningkat, yang terjadi sebagai akibat: (i) Perubahan kebijakan fiskal dari konsolidasi fiskal ke arah peningkatan stimulus fiskal (defisit lebih besar); (ii) Perubahan struktur pendapatan negara dimana penerimaan migas terus meningkat seiring kenaikan harga minyak mentah; dan (iii) Perubahan kebijakan pembiayaan defisit yang meningkatkan porsi penerbitan SBN valas dan penggunaan rekening Pemerintah di BI (SAL). Faktor ketiga adalah terkait dengan strategi sterilisasi BI di pasar uang. Sebagaimana lazimnya, untuk membiayai pengeluaran rupiah, selain dari penerimaan rupiah, Pemerintah menggunakan simpanan valasnya di BI. Simpanan valas Pemerintah selanjutnya dikonversi ke rupiah dan saat rupiah tersebut keluar dari BI akan terjadi penciptaan uang yang tidak sepenuhnya disterilkan lagi dengan intervensi karena valas tersebut telah diakumulasi oleh BI (*understerilized*).

Fenomena ekseklikuitas tersebut menjadi tantangan tersendiri bagi kebijakan moneter di Indonesia karena berpotensi melemahkan jalur suku bunga dalam transmisi kebijakan moneter. Selain itu, apabila tidak diserap secara optimal, ekseklikuitas berpotensi menciptakan tekanan terhadap stabilitas moneter, yaitu inflasi dan nilai tukar. Pengamatan empiris (DKM, 2009) menunjukkan bahwa dalam jangka pendek terdapat pengaruh perubahan ekseklikuitas pada perkembangan nilai tukar dan harga. Dalam hal ini, walaupun sangat tidak elastis, peningkatan ekseklikuitas berpotensi mendorong depresiasi rupiah dan inflasi.

(ii) Kekakuan struktural di sisi suplai (*structural rigidity*)

Sementara itu dari dalam negeri, risiko yang diperkirakan masih akan



dihadapi ke depan adalah adanya hambatan mikro struktural dalam perekonomian terutama terkait efisiensi dan kualitas pelayanan birokrasi (ekonomi biaya tinggi), ketidakharmonisan regulasi pusat dan daerah, pembelanjaan fiskal untuk pembangunan yang terhambat di daerah, infrastruktur jalan dan pasokan energi yang kurang memadai serta skills tenaga kerja yang rendah, tidak saja mempengaruhi kesinambungan prospek perekonomian dan kestabilan kondisi makroekonomi namun juga menurunkan daya saing relatif Indonesia dengan negara lain di kawasan. Hambatan mikro struktural tersebut juga telah mendorong suatu fenomena yang dikenal sebagai kekakuan struktural (*structural rigidity*), yaitu suatu kondisi dimana terjadi kurang-responsif-an sisi penawaran (*supply side*) terhadap perkembangan dan stimulus kebijakan pada sisi permintaan (*demand side*).

Konsekuensi apa yang timbul akibat adanya *structural rigidity*? Secara teknis, kekakuan tersebut dicerminkan oleh slope kurva penawaran yang mempunyai kecenderungan relatif lebih tajam pada periode setelah krisis 1997/98. Hasil studi yang dilakukan oleh Bank Indonesia (2006) mengenai perilaku sisi penawaran, yang tercermin pada Kurva Phillips, menunjukkan bahwa pada masa sebelum krisis (1972-1996) elastisitas jangka pendek inflasi terhadap pertumbuhan ekonomi (i.e. slope Kurva Phillips) adalah sebesar 0,4; sementara pada masa setelah krisis (1997-2005) elastisitas tersebut meningkat menjadi 1,6. Dengan demikian, dengan stimulus sisi permintaan yang sama, perubahan harga yang diakibatkannya cenderung lebih besar.

Dalam situasi tersebut, efektivitas transmisi stimulus kebijakan makroekonomi ke sektor riil menjadi berkurang, dan sebaliknya, menyulut perekonomian cepat memanas (tekanan inflasi yang lebih tinggi). Dampak selanjutnya tingkat inflasi cenderung persisten pada level yang relatif tinggi dan suku bunga-pun relatif sulit untuk ditekan pada tingkatan yang lebih rendah. Secara makro, *structural rigidity* tersebut berdampak pada pengalokasian sumber daya ekonomi yang tidak efisien, serta keterpautan antara sektor riil dan sektor keuangan yang semakin renggang (*decoupling*). Hasil akhirnya, seperti yang telah kita lihat bersama, dalam beberapa tahun terakhir struktur pertumbuhan ekonomi cenderung tidak berimbang dan eksès likuiditas di pasar keuangan-pun terus bertambah dengan berbagai kerentanan yang melingkupinya.

2.1.3. Dinamika regional: karakteristik ekonomi dan inflasi daerah

Fakta mengenai tingginya pertumbuhan ekonomi di beberapa daerah di luar Jawa menunjukkan cepat pulihnya ekonomi daerah dari hantaman krisis global serta mencerminkan masih besarnya potensi ekonomi daerah di luar Jawa. Namun, dari sisi distribusi ekonomi antar daerah, ternyata tidak terjadi pergeseran yang berarti, dimana porsi ekonomi masih terkonsentrasi di wilayah Jabalnustra dan Jakarta, dengan pangsa masing-masing sebesar 45,97% dan 16,76%. Bahkan dalam kurun waktu 1983-2008, peran ekonomi Jakarta dalam perekonomian nasional semakin meningkat, sedangkan Sumatra menurun. Kondisi ini tentunya perlu dicermati karena mencerminkan persoalan mendasar terkait pemerataan pembangunan, di sela-sela realisasi APBD dalam menstimulus ekonomi daerah yang terus meningkat di era otonomi daerah.

Sebagaimana diketahui, otonomi daerah, walaupun merupakan fenomena politik, sangat relevan dengan upaya Bank Indonesia dalam pengendalian moneter mengingat otonomi daerah mempunyai implikasi yang besar pada percepatan pembangunan ekonomi daerah jangka menengah-panjang. Dengan perbedaan karakteristik dan potensi ekonomi masing-masing daerah maka, walaupun kebijakan moneter ditetapkan dalam kesatuan kebijakan yang bersifat nasional, dampak kebijakan moneter terhadap ekonomi daerah akan sangat berbeda. Selain itu, sejalan dengan percepatan pembangunan ekonomi daerah, perkembangan inflasi daerah merupakan aspek penting dalam pengendalian inflasi nasional, mengingat membaiknya inflasi nasional bersumber dari rendahnya inflasi di daerah. Namun, potensi tekanan peningkatan inflasi masih dapat terjadi mengingat masih terjadinya persistensi tingkat inflasi yang tinggi di 22 kota, terutama di luar Jawa, yang disebabkan oleh permasalahan di sisi penawaran, yang mencakup hambatan distribusi dan pasokan, serta struktur pasar beberapa komoditas yg tidak kompetitif, seperti beras, gula dan bawang.

Terdapat banyak faktor penyebab inflasi yang diluar kontrol kebijakan moneter, seperti *administered prices*, yang dipengaruhi oleh kebijakan Pemerintah (pusat dan daerah) seperti tarif, pengembangan sektor riil, infrastruktur dan investasi. Untuk itu, di tingkat nasional, Pemerintah dan BI telah memiliki kesepakatan terkait Penetapan, Pemantauan dan Pengendalian Inflasi (TPI). Di tingkat daerah, perhatian terhadap pengendalian inflasi harus lebih besar mengingat kontribusi inflasi daerah yang mencapai 78% (Jakarta hanya 22%) dan faktor *shocks* merupakan

faktor endemik yang terjadi di sebagian besar daerah. Tingginya inflasi di daerah telah menyebabkan salah satunya menurunkan daya beli masyarakat di daerah tersebut. Dengan demikian, penggalangan Tim Pengendalian Inflasi Daerah (TPID) untuk menanggulangi gangguan inflasi di daerah masih perlu ditingkatkan kualitasnya dan diperluas lingkup cakupannya guna mendukung pertumbuhan ekonomi daerah dan nasional yang berkualitas.

2.2. Implikasi pada Pelaksanaan Kebijakan Moneter

Pergeseran dan perubahan lingkungan strategis yang telah diuraikan sebelumnya pada akhirnya memberikan pengaruh dan tantangan yang berat pada pengelolaan kebijakan moneter dewasa ini. Dalam hal ini, pengelolaan kebijakan moneter yang ditempuh menjadi semakin kompleks dibandingkan periode sebelumnya. Setidaknya terdapat tiga kompleksitas yang patut dicatat.

(i) Peran nilai tukar

Kompleksitas pertama berhubungan dengan bagaimana respon bank sentral dalam menempatkan peran nilai tukar dalam kebijakan moneter sejalan dengan dampak pola integrasi pasar keuangan secara horizontal. Dalam kerangka umum analisis kebijakan moneter, khususnya yang 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.¹² Namun, nilai tukar dalam lingkungan pasar keuangan yang terintegrasi secara global terlihat bergerak berbeda dengan asumsi yang digunakan tersebut. Perilaku nilai tukar dalam periode pasar keuangan terintegrasi secara global ini dalam banyak kesempatan cenderung bergerak secara eksogen dan dalam beberapa kesempatan bahkan menjadi *shock amplifier* dalam perekonomian (Farrant dan Peersman, 2006). Dinamika nilai tukar lebih dominan dipengaruhi perubahan persepsi risiko investor di pasar keuangan global dibandingkan pengaruh faktor-faktor fundamental. Terkait dengan kebijakan moneter, perubahan suku bunga menjadi tidak cukup kuat dan kurang signifikan

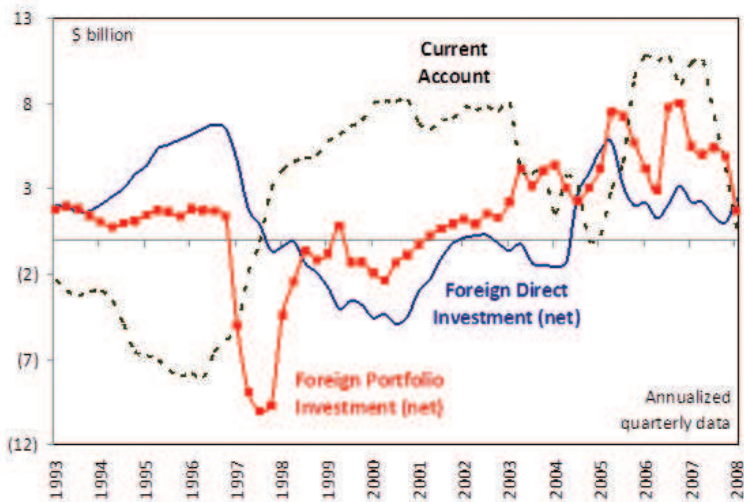
¹² Implikasi ini sejalan dengan substansi dari *the impossible trinity* dimana dengan kerangka ITF, kebijakan moneter yang independen dan sistem devisa bebas secara bersamaan akan optimal jika didukung oleh sistem nilai tukar mengambang bebas.

mempengaruhi pergerakan nilai tukar baik melalui jalur permintaan domestik maupun melalui jalur finansial sebagaimana konsep UIP.

Indikator yang menunjukkan kerumitan yang muncul dari integrasi pasar keuangan global ini tergambar pada dominannya kontribusi neraca finansial, khususnya dalam bentuk portfolio investment terhadap dinamika neraca pembayaran. Indikator ini relatif berbeda dengan asumsi yang digunakan dalam konsep nilai tukar sebagai *shock absorber* perekonomian yang lebih mengangkat peran dominan neraca transaksi berjalan dalam neraca pembayaran. Kondisi neraca pembayaran ini secara tidak langsung kemudian mengakibatkan sensitivitas nilai tukar terhadap pergerakan neraca finansial menjadi lebih kuat dibandingkan dampak pergerakan pada neraca transaksi berjalan, dan kemudian bahkan dapat mendorong nilai tukar sebagai *shock amplifier* dalam perekonomian tersebut.

Untuk kasus Indonesia, pengaruh kuat neraca finansial ini terutama didorong oleh tren meningkat aliran dana berbentuk portfolio investment dan terlihat cukup besar dibandingkan aliran dana dalam bentuk FDI (Grafik II.1). Sementara itu, kontribusi neraca transaksi berjalan cukup berfluktuatif sejak awal dekade dibandingkan perkembangan di transaksi finansial tersebut. Peran transaksi berjalan semakin melemah karena potensi aliran transaksi ekspor-impor dapat tidak seluruhnya menjadi effective supply-demand valas domestik. Hal ini misalnya akibat ekspektasi depresiasi eksportir dan juga insentif dari inovasi produk keuangan yang kemudian dapat mengakibatkan eksportir cenderung tidak menempatkan hasil ekspor ke pasar domestik. Secara keseluruhan, kinerja ini mengakibatkan dinamika pergerakan nilai tukar rupiah dalam dekade terakhir terlihat banyak dipengaruhi dinamika yang terjadi di neraca finansial tersebut.

Grafik 2.1. Current Account and Financial Account



(ii) Risiko inflasi

Kompleksitas kedua yang muncul adalah meningkatnya kesulitan bank sentral dalam mengidentifikasi risiko inflasi ke depan secara tepat. Faktor yang banyak mempengaruhi kondisi ini adalah inovasi pasar keuangan yang semakin meningkat serta integrasi yang terjadi dengan pasar komoditi yang semakin kuat. Beberapa pengamatan menunjukkan kedua faktor tersebut mengakibatkan dampak pelonggaran *stance* kebijakan moneter terhadap risiko kenaikan tekanan harga ke depan menjadi tersembunyi. Berbagai indikator sebelum krisis keuangan global terjadi menggambarkan kerumitan kedua tersebut. Inflasi global, terutama di negara maju, terlihat relatif rendah, meskipun pada sisi lain *stance* kebijakan moneter yang longgar pada periode sebelum financial turbulence pada 2000-2007. Namun, perkembangan lain menunjukkan perkembangan pasar dana di berbagai negara dalam tren meningkat dan terindikasi bubble. Demikian pula pada pasar komoditi dimana harga komoditi juga meningkat tajam. Harga komoditi non pangan seperti emas dan energi dalam tren meningkat tinggi selama periode kebijakan moneter global yang longgar tersebut.

Perkembangan yang kontras antara perkembangan inflasi yang rendah dan peningkatan harga saham serta komoditi global, di tengah kondisi stance kebijakan moneter yang longgar ini, secara tidak langsung dapat mengindikasikan inovasi pasar keuangan untuk sementara telah menyerap risiko inflasi yang dapat muncul dari stance kebijakan moneter yang longgar. Pada saat bersamaan integrasi yang dengan pasar komoditi untuk sementara waktu juga berkontribusi pada hal yang sama. IMF (WEO-2008) mengindikasikan perkembangan harga komoditas yang meningkat pada tahun 2006-2007 tidak terlepas dari pengaruh pemanfaatan likuiditas di pasar uang yang relatif longgar dan perilaku spekulasi di pasar komoditi. Penyerapan risiko instabilitas makroekonomi oleh pasar keuangan tersebut semakin menguat dan terus berlanjut karena karakteristik financial sistem yang procyclical dimana sistem keuangan akan terus melakukan ekspansi pada saat perekonomian dalam siklus menaik. Namun, perkembangan terakhir menunjukkan, risiko tekanan terhadap inflasi dapat menjadi aktual dalam horison yang lebih panjang pada saat pasar keuangan tidak dapat menahan dan menyerap lagi risiko tersebut. Krisis keuangan global saat ini menggambarkan fenomena itu dimana financial crash telah memperlihatkan risiko macroeconomic instability yang selama ini tersimpan tersebut.

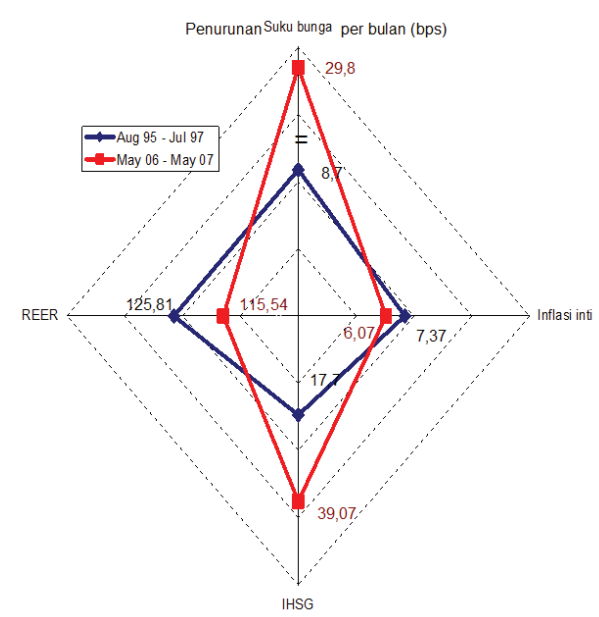
Beberapa indikator ekonomi di Indonesia juga mengidentifikasi risiko inflasi di tengah kondisi perubahan kondisi pasar keuangan tersebut. Pengamatan dilakukan pada periode penurunan suku bunga dan di dua lingkungan sistem keuangan yang berbeda yaitu periode 1996-1997¹³ dan periode 2005-2007¹⁴. Hasil pengamatan menunjukkan fenomena yang berbeda. Pada periode pertama terlihat bahwa inflasi inti cukup tinggi, sedangkan pada sisi lain IHSG meningkat dalam nilai yang masih *tolerable*. Gambaran berbeda terjadi pada tahun 2005-2007. Tekanan inflasi inti dalam periode tersebut rata-rata tidak terlalu tinggi sekitar 6%. Namun, pada sisi lain indeks saham di bursa efek Indonesia menunjukkan peningkatan yang cukup tinggi yang dalam beberapa pengamatan diindikasikan sudah dalam kondisi *bubble* (Hardiyanto dan Kurniati, 2006). Peningkatan indeks saham tersebut didorong oleh aliran masuk dana asing yang cukup besar penguatan

¹³ Sebagai gambaran periode inovasi keuangan yang belum terlalu kuat

¹⁴ Sebagai cerminan periode dimana inovasi dan integrasi di pasar keuangan sudah sangat kuat

nilai tukar rupiah dalam periode tersebut juga tidak terhindarkan. Pengaruh *stance* kebijakan moneter longgar yang diserap oleh pasar saham ini juga diperkuat oleh pengamatan mengenai perkembangan agregat moneter yang menunjukkan bahwa sebagian *demand deposit* digunakan untuk mendorong kegiatan di pasar saham, yang tercermin pada perkembangan *demand deposit* di perbankan yang dalam periode tren penurunan suku bunga tersebut bergerak searah dengan peningkatan harga saham.

Grafik 2.2. Diamond Diagram Rata-rata Suku Bunga Deposito 1 Bulan, Pertumbuhan IHSG, Inflasi Inti, dan REER (% , yoy)



(iii) Mekanisme transmisi kebijakan moneter

Kompleksitas ketiga yang dihadapi berhubungan dengan gangguan pada bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter, khususnya terkait dengan ketidaksimetrisan pengaruh kebijakan moneter di satu sisi, serta kelayakan hipotesis *terms structure of interest rate*. Hasil identifikasi awal menunjukkan permasalahan ketidaksimetrisan pengaruh kebijakan moneter,

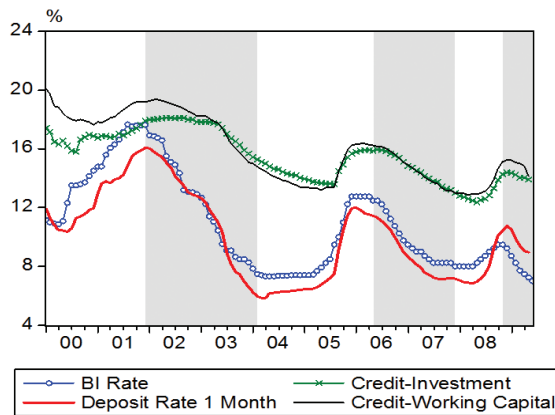
berkaitan dengan pengaruh perilaku sistem keuangan yang cenderung *procyclical* serta keberadaan persepsi risiko dalam mempengaruhi mekanisme transmisi. Dalam kondisi normal dimana perekonomian berada di siklus ekspansi, sentivitas kebijakan moneter terhadap variabel makroekonomi agregat terlihat berjalan 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 akan menurunkan persepsi risiko sekaligus meningkatkan toleransi standar risiko pemberian kredit. Namun, gambaran berbeda terjadi pada saat krisis ekonomi global saat ini, dimana terjadi penurunan sensitivitas dari respons (penurunan) suku bunga kredit terhadap (penurunan) BI rate. Hal yang sama juga terjadi pada respons (peningkatan) penyaluran kredit terhadap (penurunan) suku bunga kredit.

Tabel 2.1. Suku Bunga dan Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

	Parameter respons terhadap BI rate/suku bunga kredit		
	Suku bunga kredit modal kerja	Suku bunga kredit investasi	Permintaan kredit
Fase normal			
- BI Rate	0.104	0.058	-
- Suku bunga kredit	-	-	-0.076
Siklus ekspansi pada masa krisis			
- BI Rate	-0.012	-0.006	-
- Suku bunga kredit	-	-	0.037

Sementara itu, pengamatan juga menunjukkan bahwa transmisi penurunan suku bunga terlihat kurang begitu sensitif direspon oleh lembaga keuangan. Industri perbankan cenderung menahan penurunan suku bunga dan membatasi pemberian kredit, meskipun suku bunga kebijakan suku menurun cukup tajam (Grafik II.3).

Grafik 2.3. Perkembangan Suku Bunga dan Siklus Ekonomi



Beberapa studi empiris memperkuat fenomena ketidaksimetrisan pengaruh kebijakan moneter tersebut. Studi Peersman dan Smets (2001) untuk Euro Area menunjukkan bahwa sensitivitas kebijakan moneter terhadap pertumbuhan ekonomi terindikasi tidak kuat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi pada saat ekonomi dalam siklus krisis.¹⁵ Untuk kasus Indonesia, ketidaksimetrisan ini terlihat kuat dalam periode krisis ini saat transmisi pelonggaran kebijakan moneter ditempuh Bank Indonesia. Penurunan BI Rate sejak Desember 2008 sampai dengan Maret 2009 terlihat sangat lambat direspon oleh penurunan suku bunga perbankan khususnya suku bunga kredit. Suku bunga kredit perbankan dalam periode Desember 2008- Maret 2009 baru turun sekitar 23 bps atau cukup kontras dibandingkan penurunan BI Rate yang sudah mencapai 175 bps.

Selain itu, sejalan dengan perubahan kondisi ekonomi terakhir, mekanisme transmisi kebijakan moneter pada era penerapan ITF¹⁶ juga

¹⁵ Salah satu faktor yang mempengaruhi kondisi ini menurut Peersman dan Smets (2001) tidak terlepas dari dampak mekanisme *financial accelerator propagation* yang lebih kuat terjadi pada saat perekonomian dalam siklus krisis. Argumen ini relatif sejalan dengan hipotesa risk taking channel.

¹⁶ Dalam rezim ITF yang berbasis suku bunga sebagai sasaran operasional, asumsi yang dipakai adalah bahwa melalui penetapan policy rate dalam operasi moneter (liquidity management), bank sentral dapat mempengaruhi *current and expected* suku bunga O/N suku bunga (shortest market interest rates), suku bunga pasar dana/kredit (longer term interest rates), dan dengan demikian aktivitas ekonomi riil.

diamati dengan menguji apakah Hipotesis “*term structure of interest rates*” -- bahwa suku bunga jangka panjang merupakan rata-rata tertimbang dari suku bunga jangka pendek (*future short term interest rates*) --, telah bekerja dengan cukup baik. Hasil pengamatan awal menunjukkan bahwa secara umum mekanisme transmisi kebijakan moneter dengan jalur suku bunga bekerja cukup baik.¹⁷ Walaupun masih terkendala, efektivitas transmisi pengaruh suku bunga BI rate ke suku bunga PUAB O/N mengalami peningkatan sangat signifikan. Dapat dipahami bahwa hal ini juga terkait dengan aspek positif dari perubahan atau penyempitan koridor suku bunga dalam beberapa kurun waktu terakhir.

Tabel 2.2. Dekomposisi Varians:
Pengaruh variabel selama 1 sd 3 bulan ke depan

Periode:	SBI --> PUAB		PUAB --> Dep		PUAB --> Kredit		Dep --> Kredit	
	1 bulan	3 bulan	1 bulan	3 bulan	1 bulan	3 bulan	1 bulan	3 bulan
Jul 2005 - Agt 2009	1.1	1.9	0.7	0.9	0.9	2.3	6.7	10.3
Jan 2007 - Agt 2009	1.5	3.1	1.5	1.8	3.8	3.9	15.1	19.5
Jul 2008 - Agt 2009	34.5	43.6	3.7	6.4	1.7	6.9	28.4	32.8

Namun, perlu dicatat bahwa kecenderungan respons dari suku bunga simpanan dan kredit terhadap suku bunga PUAB O/N, serta respons dari suku bunga kredit terhadap suku bunga simpanan tidak sebesar respons suku bunga PUAB O/N terhadap BI rate. Hal ini antara lain terkait dengan masih tingginya persepsi risiko sejalan dengan masih tingginya ketidakpastian dan ketidaksempurnaan di pasar uang.

¹⁷ Pengujian hipotesis “*term structure of interest rates*” dilakukan melalui pendekatan Vector Autoregression (VAR), dengan penetapan lag 2 periode. Asumsi eksogenitas perilaku suku bunga dalam sistem, yaitu SBI 1 bulan (represents “policy rate”), PUAB O/N, Deposito, Kredit. Hasil penaksiran diperlihatkan melalui analisis Dekomposisi Varians, yaitu porsi variasi perubahan suatu variabel yang dijelaskan oleh perubahan variabel lain.

2.3. Penerapan ITF dalam Perspektif Pemenuhan Prakondisi: *Revisited*

Dengan mencermati dinamika lingkungan strategis, satu pertanyaan lagi yang mengemuka adalah bagaimana pengaruh perubahan lingkungan strategis yang terjadi selama ini pada perkembangan infrastruktur bagi penerapan ITF baik? Untuk menjawab pertanyaan tersebut, bagian ini mengulas progres pemenuhan prakondisi penerapan ITF selama lima tahun terakhir. Sebagaimana dipahami, secara konseptual, untuk mendukung penerapan kerangka kerja kebijakan moneter dengan format baku ITF diperlukan beberapa syarat atau “prakondisi”, atau disebut elemen, yang dapat dikategorikan dalam empat kelompok, yaitu: (IMF, 2006)

- (i) Independensi kelembagaan, yaitu bahwa bank sentral harus memiliki kewenangan hukum yang penuh dan bebas dari pengaruh tekanan baik dari sisi fiskal maupun politik yang dapat menimbulkan konflik pencapaian inflasi.
- (ii) Infrastruktur teknis yang berkembang baik, dimana bank sentral harus memiliki kapasitas yang baik untuk melakukan permodelan dan forecast inflasi maupun data untuk mendukung analisis ekonomi.
- (iii) Struktur ekonomi yang mendukung upaya pengendalian secara efektif, yaitu tidak terlalu sensitif terhadap perkembangan nilai tukar dan harga komoditas, serta adanya deregulasi pada penetapan harga barang.
- (iv) Sistem keuangan yang sehat dan berfungsi secara efisien, sehingga dapat meminimalkan potensi konflik antara pencapaian sasaran stabilisasi harga dan keuangan, serta mendukung bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Berdasarkan pengalaman di sejumlah negara yang telah berhasil menerapkan ITF, keempat prakondisi tersebut merupakan elemen ideal yang sebaiknya dipenuhi pada masa awal sebelum penerapan ITF. Tetapi, keputusan untuk mengadopsi ITF tidaklah semata-mata didasarkan atas pemenuhan prakondisi tersebut. Dalam hal ini, pengalaman negara-negara yang menerapkan ITF menunjukkan bahwa keputusan untuk mengadopsi ITF pada dasarnya dilakukan setelah secara berhati-hati mempertimbangkan aspek *costs and benefits* dari ITF dibandingkan dengan alternatif kerangka kebijakan lainnya. Bahkan tidak jarang, keputusan akhir untuk menerapkan

ITF merupakan hasil *judgement* dari pembuat keputusan mengingat banyak hal yang belum memenuhi kondisi idealnya. Terkait dengan hal ini, dalam studinya terhadap 21 negara penerap ITF dan 10 negara bukan penerap ITF, IMF (2006) menyimpulkan antara lain bahwa: (i) secara keseluruhan bukti empiris menunjukkan bahwa tidak satupun negara penerap ITF yang telah memenuhi seluruh prakondisi pada masa menjelang penerapan ITF; (ii) fakta bahwa negara penerap ITF memiliki kualitas prakondisi yang lebih baik setelah beberapa tahun penerapan ITF menunjukkan bahwa tidak terpenuhinya prakondisi pada masa menjelang penerapan ITF tidak menghambat keputusan untuk mengadopsi ITF maupun pencapaian keberhasilan ITF itu sendiri. Dalam studi yang menggunakan obeservasi sampai dengan 2004 ini Indonesia masih dikelompokkan sebagai negara bukan penerap ITF.

Untuk kasus Indonesia, dengan ditetapkannya UU No. 23 Tahun 1999, sebagaimana diamandemen dengan UU No. 6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia, yang memberikan amanah independensi kepada BI dalam melaksanakan kebijakan moneter tanpa campur tangan pemerintah (*instrumen independence*), serta penerapan sistem nilai tukar mengambang sejak Agustus 1997, paling tidak secara *de-jure* terdapat beberapa prakondisi utama yang telah terpenuhi sebelum periode penerapan ITF, yaitu independensi kelembagaan dan struktur ekonomi dengan nilai tukar fleksibel yang diharapkan mampu menjadi *shocks absorber* terhadap munculnya gejala eksternal. Sementara itu, melalui persiapan infrastruktur teknis yang dilakukan selama periode transisi 2000 – 2005, kapasitas untuk melakukan permodelan dan *forecast* inflasi dapat dinilai cukup *feasible* dalam mendukung penerapan ITF.

Fokus perhatian lebih terkait dengan pemenuhan dua prakondisi terakhir, yaitu struktur ekonomi yang kondusif serta sistem keuangan yang efisien yang dapat mendukung bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter. Terkait dengan ini, dengan karakteristik "*small-open*", perekonomian domestik tentunya tidak dapat sepenuhnya kebal terhadap pengaruh gejala eksternal yang pada akhirnya dapat mempengaruhi perkembangan harga di dalam negeri. Lebih dari itu, kondisi ekonomi dan keuangan Indonesia yang tengah mengalami perubahan struktural juga mempersulit penerapan ITF secara penuh. Sumber-sumber tekanan inflasi tidak saja berasal dari sisi moneter tetapi juga dipengaruhi oleh perubahan

administered prices, dan gangguan dari sisi pasokan dan distribusi barang dan jasa dalam ekonomi. Mekanisme transmisi moneter juga menghadapi sumbatan di sana sini sehingga memperlemah efektivitas kebijakan moneter dalam mempengaruhi inflasi dan sektor riil. Beberapa pengamatan empiris juga menunjukkan telah terjadinya perubahan mendasar dalam bekerjanya mekanisme transmisi moneter di Indonesia, terutama sejak terjadinya krisis keuangan tahun 1997/98 (Warjiyo dan Agung, 2001). Sementara itu, di tingkat operasional, isu yang mendasar yang muncul adalah terkait dengan masih perlunya pengembangan infrastruktur pasar dan instrumen kebijakan moneter yang dapat mendukung operasi moneter secara efisien dengan menggunakan suku bunga sebagai sasaran operasional.

Untuk itu, sebagaimana beberapa negara penerap ITF lain, dengan menyadari belum terpenuhinya prakondisi ideal penerapan ITF, serta memperhitungkan kendala-kendala yang dihadapi dalam pelaksanaan kebijakan moneter, maka format ITF yang diterapkan pertama kali pada Juli 2005 adalah ITF yang mengakomodir unsur fleksibilitas. Fleksibilitas tersebut tercermin pada design sasaran inflasi dan proses disinflasi serta dalam prosedur operasional kebijakan moneter. Dalam hal ini, design target inflasi dalam beberapa hal telah menunjukkan unsur fleksibilitas, yaitu penetapan target inflasi yang cukup moderat, yaitu masih di sekitar angka historis, yang disertai kisaran yang cukup moderat juga, yaitu $\pm 1\%$. Ini dapat dibaca bahwasanya kebijakan moneter masih mempertimbangkan trade off antara sasaran inflasi dan pertumbuhan ekonomi, serta proses disinflasi secara gradual untuk mencapai sasaran inflasi jangka menengah. Sementara itu, dalam tataran operasional, sejalan dengan langkah pengembangan pasar uang antar bank yang masih terus berlangsung, suku bunga kebijakan (BI rate) masih mengacu pada suku bunga SBI 1 bulan, bukan suku bunga PUAB o/n.

Dengan demikian pemenuhan elemen ITF secara penuh diupayakan secara gradual, mengingat esensi ITF adalah pada *clarity* pengumuman target inflasi yang disertai komitmen untuk mengendalikan inflasi, penggunaan proyeksi inflasi sebagai arahan kebijakan moneter, serta operasional kebijakan moneter secara transparan yang mendukung akuntabilitas bank sentral untuk mencapai stabilitas harga. Dalam konteks ini, format penerapan ITF di Indonesia dapat disebut sebagai

"*ITF Lite*".¹⁸ Sejalan dengan itu, beberapa agenda prioritas dicanangkan untuk mencapai pemenuhan prakondisi menuju ITF secara "penuh" (*full fledged*) pada 2007. Agenda tersebut mencakup pemenuhan komitmen untuk meletakkan inflasi sebagai satu-satunya anchor kebijakan moneter, mengimplementasikan variabel suku bunga PUAB o/n dalam sistem proyeksi dan analisis kebijakan, serta di sisi operasional menyusun prosedur operasional kebijakan moneter dengan operating target PUAB o/n dan menciptakan kondisi pasar uang antar bank menjadi lebih berarti bagi perbankan. Di sisi operasional target beralih dari base money ke suku bunga PUAB o/n, disamping inovasi *instrumen mix* (Bank Indonesia, Manual ITF, 2005).

Pertanyaan yang mendasar adalah apakah setelah memasuki lima tahun usia penerapan ITF telah terjadi perubahan yang signifikan dalam proses pemenuhan prakondisi sehingga proses menuju penerapan ITF secara penuh. Tentunya perlu analisis yang mendalam untuk menjawab pertanyaan tersebut. Namun, secara umum dapat disimpulkan bahwa dengan peningkatan komitmen BI untuk membangun kredibilitas kebijakan moneter dalam hamper lima tahun terakhir ini, beberapa kondisi telah mengalami perkembangan yang positif, terutama berupa penguatan kerangka kerja kelembagaan maupun pengembangan infrastruktur teknis. Dalam hal ini, menyertai amanah independensi yang masih dipertahankan, mekanisme akuntabilitas, transparansi dan strategi komunikasi telah mengalami perbaikan kualitas. Sementara itu, infrastruktur teknis juga terus mengalami peningkatan kualitas, baik dalam pengadaan data maupun kapasitas permodelan dan analisis. Tidak hanya itu, pendekatan survei ekonomi yang dikembangkan juga semakin terintegratif dengan kerangka analisis ekonomi secara makro dalam mendukung formulasi kebijakan moneter.

¹⁸ Carare dan Stone (2003) mengklasifikasikan tiga rezim *inflation targeting*, yaitu negara yang menerapkan *inflation targeting* secara penuh (*full-fledged inflation targeting*), negara yang menerapkan *inflation targeting* secara eklektik (*eclectic inflation targeting*), dan negara yang menerapkan *inflation targeting* secara ringan (*inflation targeting lite countries*). Pengklasifikasian ini didasarkan pada kejelasan (transparansi) dan kredibilitas dari komitmen bank sentral terhadap sasaran inflasi. Rezim *Full-fledged Inflation Targeting* (FFIT) merupakan rezim dengan tingkat kredibilitas menengah ke tinggi, komitmen secara jelas terhadap target inflasi, dan melembagakan komitmen ini dalam bentuk kerangka kerja kebijakan moneter yang transparan untuk mendukung akuntabilitas bank sentral terhadap pencapaian target inflasi. Rezim *Eclectic Inflation Targeting* (EIT) mempunyai kredibilitas kebijakan moneter yang begitu tinggi sehingga mampu menjaga tingkat inflasi yang rendah dan stabil tanpa harus memaksakan transparansi dan akuntabilitas secara penuh pada suatu target inflasi tertentu. Sementara itu, negara-negara *Inflation Targeting Lite* (ITL) mengumumkan tujuan inflasi tetapi karena kredibilitas yang masih rendah tidak mampu menjaga inflasi sebagai tujuan yang diutamakan.

Bagaimana dengan pemenuhan dua prakondisi lainnya? Pertanyaan ini menjadi sangat relevan terutama dengan terjadinya krisis keuangan maupun perubahan perilaku dalam sistem keuangan, yang tentunya akan memberikan pengaruh pada bekerjanya mekanisme transmisi maupun pencapaian sasaran kebijakan moneter ke depan, dan ini tidak hanya terjadi pada Indonesia, namun juga seluruh negara di dunia. Hasil pengamatan empiris pada bagian sebelumnya paling tidak mengindikasikan bahwa perilaku nilai tukar dalam periode pasar keuangan terintegrasi secara global cenderung bergerak secara eksogen dan dalam beberapa kesempatan bahkan menjadi *shock amplifier* dalam perekonomian. Bagaimana respon Bank Indonesia dalam menempatkan peran nilai tukar dalam kebijakan moneter menjadi tantangan tersendiri. Sementara itu, dinamika sistem keuangan sangat tinggi dan masih belum sepenuhnya efisien atau berfungsi dengan baik. Hasil pengamatan awal juga menunjukkan bahwa secara umum masih terdapat beberapa kendala dalam bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter dengan jalur suku bunga.



Halaman ini sengaja dikosongkan

BAB 3

SASARAN INFLASI

Apakah pendekatan dalam penetapan sasaran inflasi konsisten dengan upaya untuk menghindari gejala/ketidakstabilan output, suku bunga dan nilai tukar yang tidak diinginkan? Apakah penetapan dan pengumuman sasaran inflasi sudah cukup transparan? Bagaimana pengaruh karakteristik inflasi dan ekspektasi pada permasalahan kredibilitas kebijakan? Bagaimana pengaruh kredibilitas kebijakan pada proses disinflasi?

3.1. Penetapan dan Pengumuman Sasaran Inflasi

Sebagaimana dinyatakan dalam UU No. 23 Tahun 1999, sebagaimana diamandemen dengan UU No. 6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia, pasal 10 ayat 1, sasaran laju inflasi ditetapkan oleh Pemerintah dan dalam menetapkan sasaran laju inflasi tersebut, Pemerintah berkoordinasi dengan Bank Indonesia.¹⁹ Sejalan dengan praktek di hampir seluruh bank sentral di dunia, kewenangan yang dimiliki oleh pemerintah dalam penetapan sasaran inflasi ini sesuai dengan pemikiran dimana Pemerintah merupakan salah satu *principal* yang representatif dalam penetapan preferensi atau tujuan kebijakan untuk meningkatkan kesejahteraan masyarakat, termasuk diantaranya adalah kebijakan moneter. Selain itu, diyakini bahwa penerapan ITF akan kredibel hanya jika dilakukan bersamaan dengan perbaikan persepsi publik terhadap iklim kebijakan pemerintah secara keseluruhan. Secara khusus, dukungan publik baik dari Pemerintah, DPR dan masyarakat pada umumnya untuk berkomitmen pada pengendalian inflasi sebagai tujuan yang diutamakan dalam kebijakan moneter bank sentral menjadi salah satu faktor kunci. Dengan penetapan sasaran inflasi oleh Pemerintah setelah berkonsultasi dengan Bank Indonesia, diharapkan dapat meningkatkan kepemilikan, komitmen, dan koordinasi dari sisi Pemerintah terhadap pengendalian inflasi oleh Bank Indonesia.²⁰

Dalam praktek, sejak awal penerapan ITF, melalui MOU pada 1 Juli 2004²¹ Pemerintah dan Bank Indonesia telah membentuk satu tim dalam rangka

¹⁹ Pada awalnya dalam UU No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, yang menetapkan sasaran inflasi adalah Bank Indonesia. Melalui amandemen pertama dengan UU No. 3 Tahun 2004, yang menetapkan inflasi adalah pemerintah.

²⁰ Mishkin (2000) misalnya, sangat menyarankan bahwa sasaran inflasi harus ditetapkan oleh *elected government* karena akan memungkinkan publik untuk melakukan pengawasan atas tindakan-tindakan yang dilakukan dan karenanya harus dipertanggungjawabkan. Dalam konteks *democratic accountability* di atas, adalah wajar apabila pemerintah menetapkan sasaran inflasi sebagai upaya untuk mengarahkan perekonomian nasional karena mereka berkuasa atas amanat rakyat secara demokratis.

²¹ Disertai dengan perubahan SKB pembentukan Tim Pengendalian Inflasi setiap tahun.

koordinasi untuk penetapan sasaran, pemantauan dan pengendalian inflasi di Indonesia. Tim ini bertugas memberikan usulan sasaran inflasi jangka menengah yang akan digunakan sebagai rujukan bagi pencapaian sasaran inflasi yang rendah dan stabil dalam jangka panjang (*steady state*). Dalam kaitan ini, mengacu pada pengalaman empiris negara ITF baik dari *emerging markets* maupun negara maju yang berhasil mencapai inflasi yang rendah dan stabil, dalam jangka panjang sasaran inflasi mengarah ke level 3%.²² Selain menetapkan mekanisme penetapan inflasi, tim juga melakukan monitoring yakni pemberian peringatan awal kepada otoritas dan juga mengatur mekanisme pengendalian jika dalam pelaksanaannya menyimpang dari target. Penetapan sasaran inflasi oleh pemerintah tersebut menjadi rujukan bagi BI dalam melaksanakan kebijakan moneter dan juga disampaikan dengan harapan akan dapat menjangkar ekspektasi masyarakat dan akan menjadi acuan pengambil kebijakan dan para pelaku ekonomi.

Pendekatan dalam penetapan sasaran inflasi konsisten dengan upaya untuk menghindari gejala/ketidakstabilan output, suku bunga maupun nilai tukar yang tidak diinginkan. Hal ini mengingat, penetapan sasaran inflasi senantiasa didasarkan pada proyeksi ekonomi makro serta pertimbangan *trade-off* antara pertumbuhan ekonomi dan sasaran inflasi. Lingkup analisis yang diperhitungkan dalam penetapan sasaran inflasi tidak terbatas pada lingkup kebijakan moneter, namun juga lingkup kebijakan produksi dan kebijakan distribusi serta kebijakan fiskal. Dalam hal ini, faktor-faktor utama yang diperhitungkan adalah kondisi makro ekonomi secara keseluruhan, domestik dan eksternal, terutama yang berdampak pada perkembangan sektor riil, fiskal dan sistem keuangan. Konsistensi penetapan sasaran inflasi dengan upaya untuk menghindari gejala output tidak hanya dapat dilihat dari proses perumusan, namun juga pada respon kebijakan moneter Bank Indonesia dalam menyikapi dinamika perkembangan ekonomi yang terjadi. Walaupun tidak dinyatakan secara resmi, penggunaan *Taylor policy rule* telah mengakomodir dinamika perkembangan output (*output gap*) secara proporsional.²³ Beberapa studi empiris yang dilakukan Bank Indonesia menunjukkan bahwa respons kebijakan moneter yang optimal di Indonesia perlu memperhitungkan peran kesenjangan output dengan bobot yang bervariasi, yaitu sekitar sepertiga

²² Lihat studi komprehensif yang dilakukan oleh Roger dan Stone (2005)

²³ Secara detail, penerapan *Taylor policy rule* di Bank Indonesia dapat dilihat pada Bab 5 (Kapasitas Analisis dan Permodelan) dalam paper ini.

sampai setengah dari bobot inflasi (Juhro, 2008; Alamsyah 2008; Harmanta, 2009).

Berdasarkan berbagai pertimbangan di atas dan kesepahaman antara Pemerintah dan Bank Indonesia, dalam periode awal penerapan ITF sasaran inflasi ditetapkan pada bulan Juli 2005 untuk periode jangka menengah 3 tahun yaitu 2005, 2006 dan 2007 masing-masing sebesar 6.0%, 5.5% dan 5.0% dengan deviasi $\pm 1\%$. Usulan periode pencapaian sasaran inflasi 3 tahun ini disesuaikan dengan adanya lag kebijakan moneter yang berkisar antara 1.0 – 1.5 tahun. Selain itu, periode sasaran inflasi 3 tahun tersebut dipilih untuk menghindari resiko terjebak kepada pertimbangan jangka pendek. Namun demikian, masih tingginya persistensi inflasi dan kebijakan moneter yang belum sepenuhnya kredibel di tengah-tengah kondisi ekonomi yang menghadapi tekanan baik dari eksternal dan domestik menyebabkan upaya pencapaian target inflasi 2005, 2006, dan 2007 mendapat tantangan yang sangat berat sehingga dilakukan revisi pada pengumuman bulan Maret 2006 untuk sasaran inflasi 2006 dan 2007 dan sekaligus penetapan sasaran inflasi 2008 yaitu 8.0%, 6.0% dan 5% dengan deviasi $\pm 1\%$.

Terkait dengan revisi sasaran inflasi tersebut, secara empiris, 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 kebawah (*downward*) sejalan dengan proses disinflasi. Lebih lanjut, Bernanke menjelaskan bahwa sepanjang sasaran inflasi tersebut sudah diumumkan jauh hari sebelumnya, revisi 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 target 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 target inflasi sehingga persepsi kredibilitas publik mengalami peningkatan, maka tidak tercapainya target pada periode-periode tertentu akibat suatu *unanticipated shock* dipercaya tidak akan mengganggu kredibilitas bank sentral dalam mencapai sasaran inflasi.²⁴

Sementara itu, berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1 Tahun 2008, Pemerintah telah menentukan target inflasi 2008, 2009 dan 2010 masing-masing sebesar 5.0%, 4,5% dan 4.0% dengan toleransi deviasi $\pm 1\%$. Namun demikian, kuatnya tekanan karena shock eksternal terkait dengan melonjaknya harga minyak di tahun 2008, krisis keuangan global sejak 2007 serta anjloknya perekonomian dunia 2009, mendorong wacana di sejumlah negara penerap ITF (misalkan Australia dan Turki^{25,26}) termasuk Indonesia untuk merevisi sasaran inflasi khususnya di tahun 2010 dan usulan *path* disinflasi 2011 dan 2012. Mempertimbangkan pentingnya dukungan terhadap proses pemulihan ekonomi dan upaya untuk meningkatkan kredibilitas, usulan sasaran inflasi dipertimbangkan untuk tidak terlalu agresif, cukup realistis dan *achievable*. Pemulihan ekonomi menjadi sesuatu hal yang sangat krusial dalam periode ini, pasca terjadinya krisis global yang menyebabkan melemahnya aktivitas perekonomian secara umum. Selain itu, kenyataan bahwa inflasi domestik sarat dengan berbagai kejutan terutama dari sisi penawaran (*administered prices* dan *volatile food*) memerlukan ruang yang cukup fleksibel untuk mengakomodasi kejutan-kejutan tersebut. Melalui fleksibilitas diharapkan pencapaian sasaran menjadi lebih realistis dan pencapaian ke depan akan lebih mudah karena lebih terkendalinya ekspektasi masyarakat ke arah sasaran yang ditetapkan. Berdasarkan pertimbangan utama tersebut, sasaran inflasi 2010 – 2012 yang diusulkan 5.0%, 5.0% dan 4.5% dengan deviasi $\pm 1\%$.

²⁴ Lihat artikel "Alternative Monetary Constitutions and the Quest for Price Stability," oleh Jens Weidmann dari Deutsche Bundesbank dalam *Proceedings Seminar "Marrying Time consistency in Monetary Policy with Financial Stability: Strengthening Economic Growth"*, Bali, Desember 2005.

²⁵ Lihat artikel "Inflation Goal May Change," *The Daily Telegraph*, May 16, 2008.

²⁶ Lihat artikel "Inflation Target Should Change," *Turkish Daily News*, March 11, 2008.

Usulan sasaran inflasi di atas adalah dengan mempertimbangkan beberapa hal seperti:

- a. Sejalan dengan proses disinflasi secara gradual menuju sasaran inflasi jangka menengah sebesar $4\% \pm 1\%$ di tahun 2014 (RPJM) dan mengarah ke level inflasi yang rendah dan stabil sebesar 3% di jangka panjang.
- b. Memberikan ruang terhadap pemulihan ekonomi sejalan dengan perkiraan membaiknya pertumbuhan ekonomi global.
- c. Masih cukup besarnya risiko dari faktor eksternal terkait meningkatnya harga komoditas internasional (*imported inflation*). Disamping itu, risiko penyesuaian *administered prices* diperkirakan masih cukup besar sejalan dengan masih besarnya gap dengan harga keekonomiannya. Sementara itu, kapasitas yang dimiliki Pemerintah untuk membawa inflasi *volatile foods* ke bawah pola normalnya juga masih sangat terbatas.
- d. Mendorong *gaining credibility* melalui pencapaian sasaran inflasi (yang lebih realistis).

Di luar itu, terkait dengan penyampaian sasaran inflasi kepada publik, terdapat beberapa permasalahan yang perlu diperhatikan, yaitu:

- *Pertama*, dengan memperhitungkan karakteristik perilaku inflasi yang cukup *volatile* maka sangat dimungkinkan terjadinya deviasi pencapaian sasaran inflasi dalam jangka pendek. Untuk itu, Pemerintah dan Bank Indonesia perlu mengakomodir kondisi tersebut, yaitu tidak harus dengan mengubah sasaran, namun lebih dengan pengkomunikasian yang jelas kepada publik. Hal ini sejalan dengan sifat *forward-looking* ITF yang mendorong otoritas moneter untuk fokus pada inflasi di masa depan. Dengan fokus pada inflasi di masa depan, sepanjang ekspektasi inflasi tetap terjangkau dengan baik pada suatu target inflasi tertentu dalam jangka menengah dan panjang, *shocks* yang bersifat sementara yang memiliki dampak jangka pendek yang besar pada inflasi, tidak perlu direspon dengan kebijakan moneter yang berlebihan.
- *Kedua*, dalam hal sasaran inflasi yang telah disepakati sebelumnya sudah tidak relevan lagi dengan kondisi perekonomian saat ini, misalnya terkait dengan fenomena krisis keuangan global, perubahan sasaran perlu segera dilakukan agar tidak membingungkan publik. Namun, penginformasian sasaran terkini kepada publik 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 target inflasi.

- *Ketiga*, agar tidak membingungkan publik, terminologi sasaran inflasi perlu diperjelas antara inflasi sebagai hasil dari suatu *forecast* (oleh BI) dengan inflasi sebagai suatu asumsi RAPBN (oleh Pemerintah). Komunikasi mengenai aspek teknis terkait, misalnya terkait dengan kisaran sasaran inflasi (range), juga perlu diperjelas untuk memberikan keyakinan kepada publik bahwa baik Bank Indonesia dan Pemerintah mempunyai jangkar sasaran inflasi yang sama.
- *Keempat*, berkaitan dengan ekspektasi inflasi publik yang selama ini cenderung menjangkar sasaran inflasi tahunan atau setahun ke depan. Hal ini sejalan dengan fakta mengenai kemungkinan perubahan sasaran inflasi ke depan yang diumumkan pemerintah. Untuk itu, untuk memperjelas jangkar pencapaian sasaran inflasi ke depan, perlu dikomunikasikan secara tegas kepada publik mengenai angka sasaran inflasi jangka menengah, di samping sasaran inflasi tahunan yang lebih bersifat panduan jangka pendek.
- *Kelima*, dari perspektif regional, untuk mendukung upaya pengendalian inflasi di tingkat daerah secara proporsional, perlu penyesuaian penetapan sasaran inflasi nasional untuk konteks perekonomian daerah, paling tidak untuk jangka pendek. Saat ini sasaran inflasi yang ditetapkan adalah sasaran inflasi secara nasional, sementara angka inflasi nasional yang terjadi dihitung dari rata-rata tertimbang dari inflasi yang terjadi di seluruh daerah.

3.2. Perilaku Inflasi dan Ekspektasi inflasi

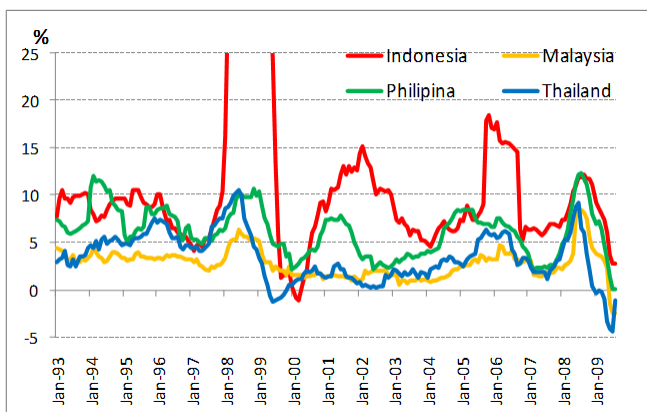
Perilaku inflasi Indonesia ditandai dengan karakteristik yang cukup unik, dimana inflasi masih tetap bertahan di level tinggi, minimal dalam dua dekade terakhir. Dengan menghilangkan periode krisis, rata-rata inflasi masih bertengger di sekitar 8,5%, disertai tingkat volatilitas (standar deviasi) yang cukup tinggi.

Setelah mengeliminir adanya pengaruh-pengaruh kejutan structural (*shocks*), kesimpulan terhadap masih tingginya level inflasi Indonesia tidak berubah seperti tercermin dari rata-rata inflasi inti yang masih mencapai 7,9%. Meski demikian, inflasi inti relatif menunjukkan kecenderungan penurunan hingga secara rata-rata pasca implementasi ITF mencapai 7,4% (Tabel III.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. Bila dibandingkan dengan negara-negara lain termasuk di sekitar kawasan (Thailand, Malaysia Singapura, atau Filipina), realisasi inflasi tersebut masih tergolong tinggi. (Grafik III.1)

Tabel 3.1 Disagregasi Inflasi

Periode	IHK	Inti	VF	Adm	Std. Deviasi IHK
Pra Krisis (1992.01 - 1997.12)	8.08	8.50	9.13	6.91	1.92
Pra ITF (2000.01 - 2005.06)	7.94	7.69	4.47	14.96	4.34
Pasca ITF (2005.07 - 2009.08)	9.75	7.41	14.18	13.33	4.35
Total (excl. krisis)	8.47	7.93	8.84	11.44	3.40

Grafik 3.1 Perbandingan Inflasi Regional



Fenomena laju inflasi yang bertahan tinggi meski sudah menghilangkan *shocks* memunculkan hipotesis adanya persistensi. Jika persistensi diartikan sebagai waktu yang diperlukan untuk kembali ke level semula setelah terjadinya *shocks*, maka fakta di atas memiliki implikasi tingginya persistensi inflasi. Beberapa

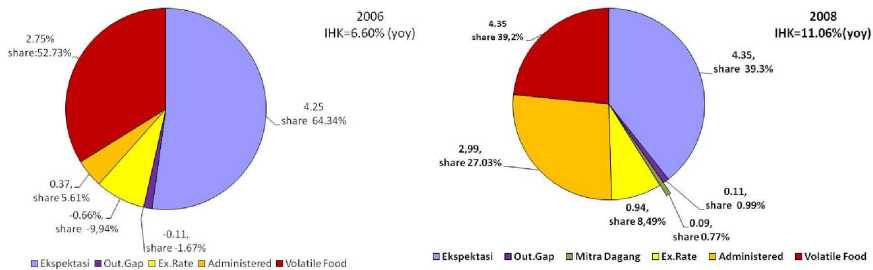
penelitian yang telah dilakukan mengkonfirmasi hal tersebut. Penelitian awal Bank Indonesia (2006) menemukan derajat persistensi inflasi inti yang mencapai 0,8–0,9. Alamsyah (2008) juga menguatkan temuan akan tingginya persistensi inflasi. Derajat persistensi inflasi IHK serta disagregasi berdasar kelompok barang dan jasa berada di sekitar 0,8–0,9, meskipun secara umum menunjukkan tren penurunan antara periode sebelum dan setelah krisis.²⁷ Penurunan derajat persistensi inflasi tersebut juga sejalan dengan penelitian Yanuarti (2007).

Lebih lanjut, jika dicermati, dengan perhitungan inflasi yang mirip seperti dekomposisi barang dan jasa yang menjadi basket IHK beserta bobotnya, maka sumber permasalahan masih cukup tingginya persistensi inflasi di Indonesia dapat diamati lebih lanjut. Dengan pendekatan determinan inflasi, disimpulkan bahwa ekspektasi inflasi merupakan komponen utama yang mempengaruhi inflasi (lihat Grafik III.2.), dimana seperti telah disampaikan sebelumnya, ekspektasi inflasi tersebut cenderung *backward looking*.²⁸ Berbagai studi di Indonesia dalam beberapa tahun terakhir juga menunjukkan pentingnya ekspektasi inflasi tersebut sebagai penyumbang terbesar pembentuk inflasi.²⁹ Oleh karena itu, ekspektasi masyarakat mengenai inflasi harus dipertimbangkan dalam memformulasikan kebijakan moneter guna menjamin tercapainya sasaran inflasi. Hal ini mengingat komponen pembentuk inflasi IHK di Indonesia yang dominan dan dapat dipengaruhi oleh kebijakan moneter adalah *core inflation* di mana sebagian besar merupakan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi.

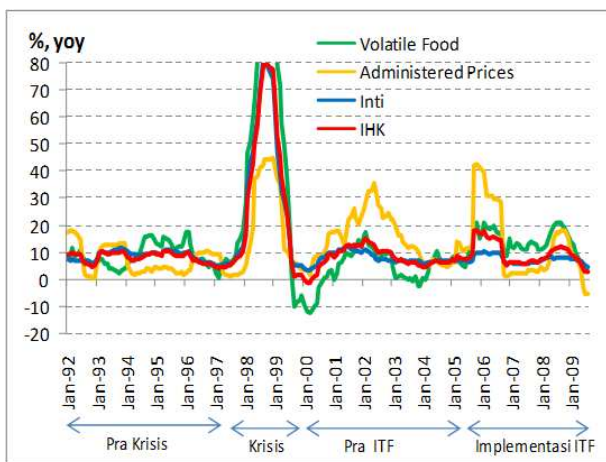
²⁷ Estimasi persistensi tersebut dengan model univariate berupa *autoregressive*. Dengan mengadopsi formula dari Gujarati (2003) yang terdapat dalam Alamsyah (2008), persistensi inflasi 0,8 – 0,9 mengandung arti bahwa jika terjadi kejutan maka 50% kejutan tersebut akan diserap dalam jangka waktu 4 – 9 bulan dan sisanya akan diserap seiring perjalanan inflasi kembali ke rata-rata normal jangka panjangnya. Perhitungan lama waktu yang diperlukan untuk menyerat 50% shocks menggunakan rumus perhitungan mean lag $P/(1-P)$, dengan P adalah derajat persistensi. Dengan menggunakan model NKPC (New Keynesian Phillips Curve), penelitian tersebut kembali menguatkan temuan menurunnya persistensi inflasi pasca krisis.

²⁸ Hutabarat (2005) juga menemukan bahwa ekspektasi inflasi agen ekonomi pada periode 1999-2004 sangat mendominasi pembentukan inflasi dibandingkan *output gap*, *administered price*, *supply shocks*, dan nilai tukar. Hutabarat, Akhis R.. 2005. *Determinan Inflasi Indonesia*. Occasional Paper No OP/06/2005. Bank Indonesia.

²⁹ Studi yang dilakukan oleh Chatib Basri, Damayanti dan Sutisna (2002) dari LPEM – FEUI menunjukkan bahwa sumber inflasi Indonesia yang paling utama adalah ekspektasi inflasi, diikuti oleh depresiasi nilai tukar, dan setelah itu uang beredar.

Grafik 3.2. Perincian Komponen Inflasi


Sementara itu dikaitkan dengan periode transisi dan penerapan ITF sejak 2000-2008, sejak target inflasi diumumkan ke publik, realisasi inflasi lebih sering berada diluar kisaran targetnya. Cukup sulitnya pencapaian inflasi yang sesuai dengan targetnya dikarenakan besarnya kejutan-kejutan (*shocks*) dalam perekonomian domestik. Kejutan-kejutan tersebut dapat terjadi dari sisi pasokan dan distribusi pangan (*volatile food*) maupun dari kebijakan-kebijakan harga yang ditetapkan pemerintah (*administered prices*). Selain dari sisi non-fundamental yang terrefleksikan dari *shocks* tersebut, pengendalian inflasi dari sisi fundamental juga masih menghadapi kendala. Hal ini terlihat dari pencapaian inflasi inti yang juga sering lebih tinggi dibanding sasaran inflasi IHK yang ditetapkan.

Grafik 3.3. Dekomposisi Inflasi Indonesia


Selain permasalahan ekspektasi berupa masih tingginya perilaku *backward looking* dalam membentuk inflasi, sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, potensi permasalahan juga bersumber dari pengaruh eksternal, antara lain melalui jalur nilai tukar Rupiah (*pass through effect*) dan harga komoditas dunia, maupun manajemen sisi permintaan. Kendati demikian, fakta yang tidak terelakkan adalah cukup dominannya fenomena *shocks* pada inflasi domestik yang dampak lanjutannya bisa meluas melalui jalur ekspektasi inflasi yang selanjutnya akan mempengaruhi *core inflation* dan inflasi IHK.

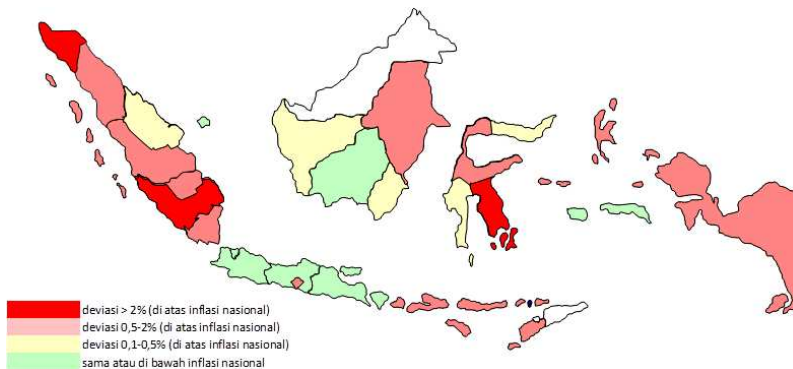
Dalam kaitan tersebut, selain di tahun 2005, tingginya kejutan (*shocks*) yang dialami perekonomian domestik cukup jelas tergambar dalam perkembangan di tahun 2008. Di tahun 2008, sumber kejutan berasal dari eksternal terkait dengan kenaikan harga-harga komoditas global baik komoditas energi maupun pangan. Kenaikan harga minyak dunia telah mendorong pemerintah untuk menaikkan harga BBM secara rata-rata hingga 28,7%. Selain memberikan dampak langsung terhadap inflasi, dampak lanjutannya juga turut mendorong laju inflasi. Secara umum dalam hampir satu dekade terakhir, deviasi antara realisasi dengan target inflasi disebabkan baik faktor fundamental maupun faktor non-fundamental. Namun demikian, faktor non-fundamental cenderung lebih mendominasi. Bila ditilik lebih lanjut, faktor non-fundamental tersebut terkait erat dengan manajemen sisi penawaran. Mengingat perangkat kebijakan moneter lebih cocok digunakan untuk mengatasi problem di sisi permintaan, maka problem sisi penawaran memerlukan koordinasi antara lembaga termasuk di dalamnya Bank Indonesia dan Pemerintah beserta instansi-instansi terkait. Hal tersebut diperlukan guna mengelola dan meminimalkan dampak atas kejutan (*shocks*) yang terjadi, sehingga pada akhirnya tidak memberikan dampak lanjutan dengan memperburuk ekspektasi inflasi.

Sementara itu, dari perspektif regional, persistensi inflasi yang tinggi juga ditunjukkan oleh hampir seluruh daerah di Indonesia. Wimanda (2006) menemukan bahwa secara umum derajat persistensi inflasi daerah berada di sekitar 0,7-0,9 dari 26 wilayah ibukota provinsi yang menjadi obyek penelitiannya. Persistensi yang diukur dengan koefisien dari lag inflasi tersebut sekaligus menandakan tingginya komponen ekspektasi inflasi yang bersifat *backward-looking*. Terkait dengan pengendalian inflasi nasional, potret tentang inflasi daerah tersebut menjadi sesuatu yang krusial untuk diperhatikan. Secara statistik, inflasi nasional merupakan representasi dari inflasi tertimbang berbagai daerah yang tersebar

di seluruh Indonesia.³⁰ Bahkan, inflasi daerah (di luar Jakarta) menempati bobot hingga 77,5% dari total basket CPI.³¹

Selain persistensi, karakteristik perekonomian daerah dan kondisi geografis mempengaruhi perilaku inflasi di tiap daerah. Hasil dekomposisi inflasi berdasar daerah menunjukkan fakta bahwa inflasi di beberapa wilayah, terutama di luar Jawa dan Bali, secara konsisten hampir selalu berada di atas inflasi nasional. Selain itu, variabilitas inflasi antar daerah juga masih cukup tinggi yaitu berada di kisaran 2-3%. 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.

Bagan 3.1 Sebaran inflasi IHK di daerah pasca ITF



Terdapatnya perbedaan karakteristik perekonomian daerah dan kendala geografis dikonfirmasi oleh potret inflasi daerah. Secara umum, sebaran inflasi daerah pasca krisis antara sebelum dan setelah penerapan ITF tidak menunjukkan perubahan berarti. Secara rata-rata, inflasi di wilayah Sumatera, Kalimantan dan Sulawesi (Sulawesi &

³⁰ Berdasar Survei Biaya Hidup (SBH) 2002, jumlah kota yang disurvei mencapai 45 kota, sementara pada SBH 2007 meningkat menjadi 66 kota.

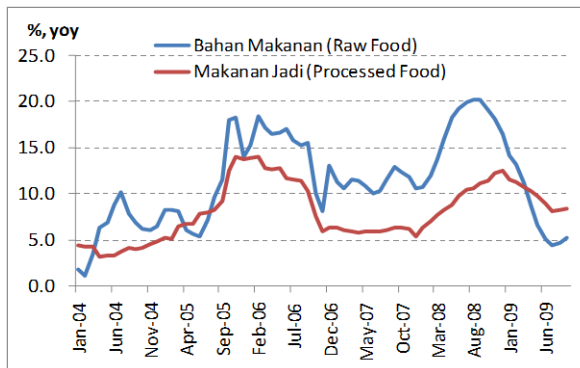
³¹ Bobot inflasi daerah berdasar SBH 2007 tersebut relatif meningkat bila dibandingkan dengan hasil SBH 2002 yang mencapai sekitar 72,3%, sejalan dengan penurunan bobot kota Jakarta akibat penambahan jumlah kota yang disurvei. Meski demikian, secara umum dapat disimpulkan peranan yg cukup dominan dari inflasi daerah dalam kerangka inflasi nasional.

Papua) lebih sering berada di atas inflasi nasional. Sumatera tercatat sebagai wilayah dengan deviasi inflasi yang tertinggi di atas inflasi nasional. Namun demikian, terlihat perbedaan karakteristik inflasi yang cukup menonjol antara inflasi Sumatera, Kalimantan dan Sulampua. Berdasarkan disgregasi komoditas, tingginya inflasi wilayah Sumatera dan Kalimantan 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 diwarnai oleh konsumsi yang tinggi. Bahkan ketika harga-harga komoditas dunia meningkat pesat di paro pertama 2008, tekanan inflasi di daerah-daerah dengan perekonomian yang ditopang oleh produk komoditas berbasis primer, termasuk Sumatera, meningkat terkait dengan *wind-profit* (Bank Indonesia, 2009). Kondisi berbeda ditunjukkan oleh wilayah Sulampua yang mana tekanan inflasi lebih disebabkan oleh komoditas pangan, dan sebaliknya komoditas non-pangan 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 Jawa. Hal ini disebabkan produksi bahan makanan dan makanan jadi relatif terbatas di daerah. Selain itu, rantai distribusi cukup panjang dengan peranan distributor dan pedagang pengumpul (pengepul) di daerah sangat dominan dalam mekanisme pembentukan harga terutama komoditas pangan. Selain itu, kondisi geografis Indonesia menimbulkan potensi permasalahan terkait dengan kelancaran arus distribusi barang secara umum.

Tabel 3.2 Dekomposisi Inflasi Daerah

	2005	2006	2007	2008	2009
INFLASI PANGAN					
Sumatera	12.4%	12.2%	10.5%	15.5%	8.7%
Jabalnustra	8.4%	13.1%	8.7%	13.5%	9.0%
Kalimantan	8.9%	14.2%	9.5%	15.5%	10.3%
Sulampua	9.9%	15.6%	9.8%	16.1%	12.2%
NASIONAL	9.5%	13.2%	9.4%	14.3%	9.5%
INFLASI NON-PANGAN					
Sumatera	12.3%	16.9%	4.5%	8.7%	5.7%
Jabalnustra	10.7%	12.5%	4.3%	8.6%	4.9%
Kalimantan	10.7%	12.8%	4.6%	9.5%	5.4%
Sulampua	11.0%	13.4%	3.7%	8.0%	5.0%
NASIONAL	11.0%	13.5%	4.3%	8.7%	5.2%

Grafik 3.5. Inflasi Kelompok Pangan


Dengan fakta di atas, pekerjaan membawa inflasi nasional ke arah penurunan bukan sesuatu hal yang mudah. Karakteristik inflasi yang cenderung persisten baik secara nasional maupun daerah berimplikasi pada lambatnya proses disinflasi. Oleh karena itu, diperlukan identifikasi tentang sumber-sumber persistensi inflasi. Salah satu penelitian tentang hal tersebut (Alamsyah, 2008) menunjukkan bahwa persistensi disebabkan oleh perilaku pembentukan ekspektasi inflasi Indonesia yang masih cenderung menengok ke belakang (*backward looking*), meskipun sebagian sudah melihat ke depan (*forward looking*). Hal ini terjadi karena masih cukup besarnya proporsi produsen yang tidak melakukan perubahan harga, yaitu mempertahankan harga dengan melakukan indeksasi ke harga sebelumnya.³² Survei Mekanisme Pembentukan Harga BI (2000 dan 2003) mengkonfirmasi relatif engganannya perubahan harga oleh produsen. Situasi tersebut kemungkinan disebabkan oleh struktur pasar yang bersifat monopolistik (atau oligopolistik) serta relatif besarnya biaya penyesuaian untuk merubah harga atau yang dikenal dengan istilah *menu cost*. Dengan semakin besarnya biaya penyesuaian tersebut, maka harga kurang fleksibel karena perusahaan jarang melakukan perubahan

³² Dalam pembentukan persamaan inflasi dalam kerangka NKPC (New Keynesian Phillips Curve), diasumsikan bahwa perusahaan menghadapi struktur pasar yang *monopolistic competition* sehingga ada perusahaan yang dapat menentukan harga (*price setting*) karena memiliki sedikit *monopoly power*. Namun demikian sebagian perusahaan masih mempertahankan harganya dengan melakukan indeksasi ke harga sebelumnya (*backward looking*). Dengan asumsi ini maka akan diperoleh hybrid NKPC, di mana inflasi akan dipengaruhi oleh ekspektasi *backward looking* dan *forward looking* serta *output gap* (sebagai proksi dari *marginal cost*).

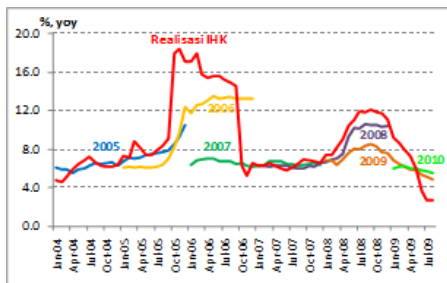
harga yaitu hanya 1 – 2 kali dalam setahun. Fenomena ini tercermin pada fakta persistensi inflasi yang masih tinggi.

Masih cukup besarnya perilaku *backward looking* dalam pembentukan ekspektasi inflasi juga terindikasi di berbagai survei baik 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). Adanya unsur perilaku adaptif ekspektasi inflasi tersebut juga terlihat pada evolusi ekspektasi inflasi CF, dimana ekspektasi inflasi bergerak searah dengan realisasi inflasi (Grafik III.4). 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 tahun 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 penjas terhadap ekspektasi inflasi dari CF (Bank Indonesia, 2008).

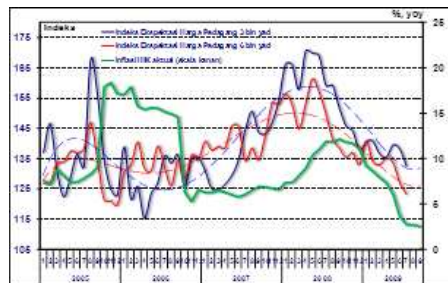
Kendati demikian, unsur *forward-looking* juga terindikasi muncul meskipun berjangka waktu sangat pendek. Hal ini antara lain terlihat dari ekspektasi inflasi hasil SPE dan SK untuk jangka waktu 3 bulan ke depan yang memiliki korelasi cukup tinggi dengan inflasi pada $t+1$ dan $t+2$. Pengujian regresi dengan melibatkan variabel makroekonomi lain juga memperlihatkan adanya daya penjas dari ekspektasi inflasi 3 bulan ke depan terhadap proyeksi inflasi inti jangka sangat pendek yaitu 2-3 bulan (Bank Indonesia, 2008). Hal ini menandakan bahwa ekspektasi inflasi dari survei telah dapat dijadikan sebagai indikator tekanan inflasi meskipun berjangka sangat pendek.

Secara umum, perilaku *backward looking* masih cukup dominan dalam pembentukan ekspektasi inflasi meski cenderung menurun setelah periode krisis. Sebaliknya, perilaku *forward looking* cenderung meningkat pada periode setelah krisis dibandingkan sebelum krisis (Alamsyah, 2008). Sebagai implikasi dari menurunnya

Grafik 3.6. Evolusi Ekspektasi Inflasi dan Realisasi Inflasi (Consensus Forecast)



Grafik 3.7. Ekspektasi Pedagang dan Realisasi Inflasi (SPE)



perilaku *backward looking* tersebut, derajat persistensi inflasi juga menurun. Dilihat berdasarkan kelompok komoditas, penurunan derajat persistensi terutama terjadi pada kelompok sandang dan barang-barang impor sejalan dengan struktur pasar yang semakin kompetitif. Secara keseluruhan, kecenderungan penurunan derajat persistensi inflasi tersebut berdampak pada meningkatnya peran kebijakan moneter dalam upaya mengendalikan inflasi.

3.3. Persistensi, Permasalahan Kredibilitas Kebijakan, dan Proses Disinflasi

3.3.1. Persistensi dan kredibilitas kebijakan

Masih tingginya persistensi inflasi di tengah-tengah kondisi ekonomi saat ini yang menghadapi tekanan baik dari eksternal dan domestik menyebabkan upaya disinflasi menuju inflasi yang rendah dan stabil dalam jangka menengah-panjang mendapat tantangan yang sangat berat. Perlu pula dicatat bahwa kemampuan bank sentral dalam mengendalikan inflasi bukanlah inflasi IHK secara keseluruhan, namun hanya terbatas pada **inflasi inti** (*core inflation*) yang dipengaruhi oleh faktor fundamental, yaitu *output gap*, nilai tukar khususnya terhadap harga barang impor (*imported inflation*), dan perkembangan ekspektasi inflasi yang terjadi di masyarakat. Sedangkan komponen lain seperti *volatile food* dan *administered price* sebagai bagian dari tingkat inflasi IHK bukan merupakan domain Bank Sentral. Dengan demikian, laju inflasi yang rendah dan stabil tidak dapat dicapai hanya melalui kebijakan moneter Bank Indonesia tetapi juga ditentukan oleh kebijakan fiskal dan kebijakan ekonomi lainnya yang ditempuh Pemerintah. Selain itu untuk

mengurangi *pass through effect* nilai tukar ke inflasi, maka perlu juga dukungan kebijakan untuk menjaga agar volatilitas nilai tukar tidak terlalu besar.

Sebagaimana dikemukakan sebelumnya, inflasi inti (*core inflation*) merupakan komponen pembentuk inflasi IHK yang lebih dominan dibandingkan *volatile food* dan *administered food*. Dalam hal ini inflasi inti lebih dominan dipengaruhi oleh ekspektasi inflasi yang terjadi di masyarakat dibandingkan dengan *output gap* dan nilai tukar. Beberapa studi menunjukkan bahwa masih tingginya inflasi IHK dan inflasi inti di Indonesia karena adanya persistensi inflasi yang dipengaruhi oleh perilaku agen ekonomi yang masih menengok ke belakang (*backward looking*), walaupun sudah cenderung menurun dengan penerapan ITF yang bersifat *forward looking*. Untuk itu, sasaran inflasi dan langkah-langkah kebijakan moneter serta instrumen moneter yang digunakan untuk mencapainya harusnya dikomunikasikan secara efektif kepada agen ekonomi dengan tujuan utama untuk mempengaruhi dan membentuk ekspektasi pasar terhadap inflasi, agar terjangkar dan konvergen ke sasaran inflasi.

Dengan demikian, selain dukungan berbagai kebijakan ekonomi yang dilakukan oleh pemerintah maka kredibilitas kebijakan moneter merupakan hal penting untuk mencapai tujuan bank sentral yaitu inflasi yang rendah dan stabil. Dalam kerangka kerja ITF, apabila pelaku ekonomi percaya bahwa kebijakan moneter akan mampu atau kredibel dalam mencapai target inflasi maka ekspektasi inflasi pelaku ekonomi akan secepatnya menjangkar ke target inflasi sehingga inflasi aktual juga akan terjangkar pada target inflasi. Hal ini selanjutnya akan menurunkan persistensi inflasi. Semakin kredibel kebijakan moneter maka proses penyesuaian ekspektasi inflasi pelaku ekonomi terhadap target inflasi akan berlangsung cepat, begitu pula sebaliknya. Sebagai indikatornya, umumnya deviasi antara ekspektasi inflasi dan inflasi aktual terhadap target inflasi dianggap mencerminkan besarnya kredibilitas kebijakan moneter.³³

³³ Erceg dan Levin (2003) menunjukkan bahwa rendahnya kredibilitas kebijakan moneter USA periode 1980 – 1985 menyebabkan persistensi inflasi yang tinggi dan biaya pengorbanan berupa *sacrifice ratio* yang besar. Implikasi penting dari temuan tersebut adalah bahwa persistensi inflasi bukan merupakan karakteristik *inherent* dari suatu perekonomian namun lebih merupakan keragaman terkait dengan kredibilitas kebijakan moneter. ditunjukkan bahwa persistensi inflasi akan rendah jika kebijakan moneter kredibel, dan sebaliknya menciptakan persistensi inflasi yang tinggi ketika kebijakan moneter belum sepenuhnya kredibel (*imperfect credibility*) karena pelaku ekonomi belum sepenuhnya percaya pada target inflasi di masa datang (*forward looking*).

Dari sisi otoritas moneter, dalam hal persistensi inflasi masih cukup tinggi karena menghadapi ekspektasi inflasi yang lambat konvergen ke target inflasi, maka disinflasi secara cepat akan sangat mahal karena diperlukan suku bunga yang terlalu ketat sehingga dapat menyebabkan *output loss* yang sangat besar. Konsekuensinya, untuk mencapai tujuan kebijakan moneter yang meminimumkan *social welfare loss* maka otoritas moneter cenderung melakukan disinflasi secara *gradual*. Agen ekonomi mengamati dinamika dampak kebijakan moneter tersebut terhadap inflasi aktual. Apabila penurunan inflasi aktual yang terjadi tidak signifikan maka menyediakan informasi baru yang sedikit dan sehingga ekspektasi inflasi agen ekonomi hanya akan menyesuaikan secara marginal terhadap target inflasi, dan sebaliknya masih menggantungkan pada perilaku *backward looking* sehingga meningkatkan persistensi inflasi.

Pengamatan untuk kasus Indonesia menunjukkan bahwa kredibilitas kebijakan moneter di Indonesia relatif rendah, dan ini menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi tingginya persistensi inflasi (Harmanta, 2009). Namun, sejalan dengan penerapan ITF, kredibilitas kebijakan moneter mengalami perbaikan. Hal ini direfleksikan oleh peningkatan parameter *Kalman gain*,³⁴ dari sekitar 0.2 pada periode sebelum penerapan ITF (Juli 2005) menjadi sekitar 0.4 pada periode setelah penerapan ITF (Tabel III.3). Dapat dikemukakan bahwa jika kredibilitas kebijakan moneter masih rendah, seperti yang terjadi pada periode sebelum penerapan ITF, inflasi cenderung dipengaruhi oleh perilaku *backward looking* pelaku ekonomi sehingga akan menghasilkan persistensi inflasi yang cukup tinggi dan lambat untuk konvergen ke target inflasi bank sentral. Hal ini karena dalam kondisi dimana kebijakan moneter belum kredibel tersebut kecepatan proses pembelajaran agen ekonomi terhadap target inflasi berjalan lambat. Sebaliknya, jika kredibilitas kebijakan moneter meningkat seperti pada periode penerapan ITF, maka inflasi cenderung dipengaruhi oleh perilaku *forward looking* pelaku ekonomi sehingga persistensi inflasi turun dan

³⁴ Secara teknis, parameter *Kalman gain* tersebut menangkap *forecast* agen ekonomi dalam memproyeksi target inflasi otoritas moneter pada persamaan *Taylor rule* melalui derivasi Kalman filter. Parameter *Kalman gain* tersebut akan mencerminkan proses pembelajaran agen ekonomi mengenai target inflasi otoritas moneter sehingga dapat digunakan sebagai ukuran derajat kredibilitas kebijakan moneter, dimana semakin cepat proses pembelajaran agen ekonomi mengenai target inflasi otoritas moneter maka semakin tinggi derajat kredibilitas kebijakan moneter. Parameter *Kalman gain* bernilai antara 0 dan 1, dimana semakin dekat dengan 1 maka kebijakan moneter akan semakin kredibel.

ekspektasi inflasi akan mengarah ke target inflasi otoritas moneter yang juga bersifat *forward looking*.³⁵

Tabel 3.3 Parameter Kredibilitas Kebijakan Moneter dan Persistensi Inflasi

	Sebelum penerapan ITF		Transisi dan penerapan ITF	Setelah penerapan ITF
	1991 – 1999	2000 – 2005	2000 – 2008	2005 – 2008
Kalman gain	0.24	0.22	0.32	0.41
Backward looking Inflasi barang domestik	0.71	0.64	0.62	0.46
Forward looking Inflasi barang domestik	0.29	0.35	0.38	0.53
<i>Backward looking</i> Inflasi barang impor	0.81	0.66	0.61	0.42
<i>Forward looking</i> Inflasi barang impor	0.19	0.34	0.39	0.58

Tabel di atas menunjukkan bahwa sejalan dengan meningkatnya kredibilitas kebijakan moneter pada periode penerapan ITF, komponen *backward looking* dalam pembentukan inflasi mengalami penurunan (dari 0.71 menjadi 0.46) dan komponen *forward looking* dalam pembentukan inflasi mengalami peningkatan (dari 0.29 menjadi 0.53), jika dibandingkan dengan periode sebelum penerapan ITF. Hal ini sesuai dengan pengamatan Orphanides dan Williams (2007) yang menunjukkan bahwa pembentukan ekspektasi inflasi alami dengan mengarahkan pada target inflasi sebagai sasaran utama kebijakan moneter pada era ITF akan mempermudah proses pembelajaran agen ekonomi, jika dibandingkan dengan era non-ITF yang mempunyai tujuan akhir jamak. Proses tersebut akan menyebabkan ekspektasi inflasi agen ekonomi menjadi lebih bersifat *forward looking* dan menjangkar ke target inflasi. 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.

³⁵ 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).

3.3.2. Kredibilitas kebijakan moneter dan strategi disinflasi

Secara teoritis, ITF bertujuan untuk mencapai tingkat inflasi yang rendah dan stabil.³⁶ Dalam kaitan ini, walaupun belum ada kesepakatan mengenai berapa besarnya sasaran inflasi, diyakini bahwa dalam jangka panjang level sasaran inflasi kerangka kerja ITF di negara berkembang dan negara maju adalah sebesar 2% - 3% (Roger dan Stone, 2005). Namun, tidak seperti negara industri maju, negara berkembang, termasuk Indonesia, menerapkan ITF ketika level inflasinya masih jauh dari level inflasi jangka panjang yang diinginkan. Rata-rata inflasi untuk negara berkembang pada saat menerapkan ITF adalah di atas 13% (*double digit*), jauh lebih tinggi dari negara maju sebesar 4% (Fraga et al., 2004). Perbedaan tersebut membawa implikasi berupa perbedaan dalam strategi disinflasi yang digunakan dalam ITF. Dalam hal ini kebanyakan negara berkembang menetapkan target inflasi dalam horizon waktu jangka pendek, umumnya target tahunan pada awal penerapan ITF dengan tujuan untuk membangun dan meningkatkan kredibilitas kebijakan moneter.

Secara empiris berdasarkan pengalaman banyak negara yang menerapkan ITF terdapat beberapa strategi dalam menurunkan inflasi menuju level yang rendah dan stabil. Secara umum, negara maju yang pada awal ITF biasanya sudah mempunyai level inflasi yang rendah yaitu *single digit* melakukan strategi disinflasi secara agresif langsung ke level inflasi jangka panjang sekitar 2,0% – 3,0%. Sedangkan Negara berkembang yang pada awal ITF biasanya mempunyai level inflasi yang cukup tinggi yaitu *double digit* biasanya melakukan strategi disinflasi secara gradual dengan target inflasi jangka pendek – menengah dengan kecepatan penurunan sekitar 0,8% per tahun sebelum konvergen ke level inflasi jangka panjang sekitar 2,0% – 3,0% (Roger dan Stone, 2005).³⁷

³⁶ Pengalaman di sejumlah negara ITF menunjukkan bahwa target inflasi yang ditetapkan memiliki ciri: (i) cukup rendah, (ii) memiliki gejolak inflasi yang rendah, (iii) cukup menantang untuk dicapai oleh bank sentral, dan (iv) dapat dicapai dengan *output loss* yang minimum.

³⁷ Beberapa peneliti menunjukkan bahwa strategi disinflasi sangat dipengaruhi oleh kredibilitas kebijakan moneter bank sentral. Negara maju yang kebijakan moneternya dinilai lebih kredibel cenderung menerapkan strategi disinflasi yang agresif karena kebijakan moneternya mampu mengarahkan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi dan inflasi aktual secara cepat ke target inflasi sehingga respon suku bunga akan optimal dan tidak menimbulkan *output loss* yang besar. Sedangkan Negara berkembang yang kebijakan moneternya dinilai belum kredibel cenderung menerapkan strategi disinflasi secara *gradual* karena kebijakan moneternya belum mampu mengarahkan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi dan inflasi aktual secara cepat ke target inflasi sehingga respon suku bunga belum optimal yang dapat menimbulkan *output loss* yang besar.

Pengamatan untuk kasus Indonesia menunjukkan bahwa proses disinflasi yang dilakukan otoritas moneter akan membawa implikasi adanya biaya pengorbanan berupa penurunan pertumbuhan ekonomi, mengingat kebijakan moneter yang belum kredibel (Harmanta, 2009).³⁸ Dalam hal ini, sejalan dengan kebijakan moneter di Indonesia yang masih belum sepenuhnya kredibel, proses pembelajaran agen ekonomi terhadap program penurunan target inflasi menuju inflasi yang rendah dan stabil berjalan lambat. Hal ini menyebabkan proses konvergensi persepsi/ekspektasi inflasi agen ekonomi ke target inflasi otoritas moneter berjalan secara lambat dan *gradual*.³⁹ Dengan mengacu pada kondisi tersebut, strategi disinflasi era ITF di Indonesia periode 2000 – 2008 cenderung dilakukan secara *gradual*. Dalam hal ini kecepatan disinflasi di Indonesia selama periode transisi dan penerapan ITF, dari 2000 – 2008 adalah kurang lebih sebesar -0,5% per tahun, sedikit lebih rendah dibandingkan rata-rata *disinflation rate* negara berkembang yang sebesar -0,7% per tahun (Roger dan Stone, 2005).

Gradualisme dalam proses disinflasi di Indonesia tersebut sangat mendasar. Hal ini karena dalam kondisi *imperfect credibility*, kebijakan moneter yang terlalu agresif untuk melakukan disinflasi dalam waktu singkat akan menyebabkan tingginya biaya disinflasi berupa *output loss* dan *sacrifice ratio*. Dalam konteks *small open economy*, dampak penurunan laju inflasi secara cepat dalam kondisi *imperfect credibility* dengan kenaikan suku bunga yang sangat tinggi akan memberikan tekanan berupa apresiasi nilai tukar yang terlalu tinggi sehingga memperparah *trade off* inflasi – output.⁴⁰ Selain itu, strategi proses disinflasi secara *gradual* di

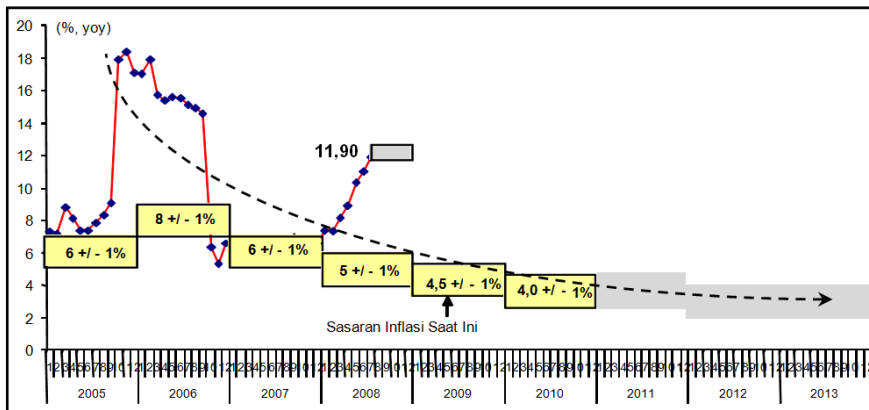
³⁸ Sebagaimana ditunjukkan oleh Ball (1994, 1995) dan Roberts (1997), disinflasi dapat dilakukan tanpa pengorbanan biaya (*costless*) yang signifikan sepanjang ekspektasi inflasi bersifat rasional murni (*purely rational expectation*) dan kebijakan moneter sudah sepenuhnya kredibel (*perfect credibility*).

³⁹ Dalam situasi kebijakan moneter belum sepenuhnya kredibel sehingga ekspektasi inflasi pelaku ekonomi dan inflasi aktual lambat konvergen ke target inflasi, otoritas moneter menganggap bahwa disinflasi secara cepat akan memerlukan respon suku bunga yang sangat besar sehingga bisa menimbulkan *disinflation cost* yang sangat mahal berupa *output loss* yang sangat tinggi. Konsekuensinya, untuk menjalankan kebijakan moneter yang meminimumkan *social welfare loss* maka bank sentral melakukan strategi disinflasi secara *gradual*. Pelaku ekonomi mengobservasi dinamika kebijakan moneter yang ditempuh tersebut dengan melihat inflasi aktual dibandingkan target inflasi. Dengan melihat penurunan inflasi yang tidak terlalu besar menyediakan informasi baru yang sedikit sehingga ekspektasi inflasi pelaku ekonomi hanya akan menyesuaikan secara marginal terhadap target inflasi bank sentral.

⁴⁰ Ketika kebijakan moneter belum sepenuhnya kredibel maka lambatnnya penurunan suku bunga ketika terjadi *shock* penurunan target inflasi dan aktual inflasi, yang akan menceminkan *stance* kebijakan moneter yang *tight bias*, akan bisa menghasilkan *output loss* yang lebih besar. Kebijakan moneter yang seolah-olah cenderung ketat tersebut akan mempengaruhi perilaku agen ekonomi dalam melakukan konsumsi sehingga akan memperlambat *aggregate demand*, yang selanjutnya akan mempengaruhi sisi produksi sehingga output juga tidak akan meningkat. Selanjutnya kondisi ini akan membawa konsekuensi berupa *output loss* yang besar, yang tercermin pada *sacrifice ratio*

Indonesia tersebut juga karena pengalaman level inflasi Indonesia yang terkadang mencapai *double digit* dan derajat persistensi yang masih moderat dan belum sepenuhnya *forward looking* murni dan menjangkar ke target inflasi.

Grafik 3.8. Lintasan Disinflasi di Indonesia



Dengan strategi proses disinflasi yang dilakukan secara gradual tersebut maka pencapaian sasaran inflasi jangka panjang di Indonesia ke level yang rendah dan stabil diperkirakan akan memakan cukup waktu lama. Namun, hal ini juga sangat dipengaruhi oleh progres pembangunan kredibilitas kebijakan itu sendiri serta proses pembelajaran publik yang bersifat dinamis. Terkait dengan hal tersebut, studi empiris yang dilakukan oleh Cukierman (2005) menunjukkan bahwa salah satu karakteristik stabilisasi inflasi dari *double digit* menuju inflasi jangka menengah-panjang adalah disinflasi harus dilakukan secara *gradual*. Pengalaman sejumlah Negara seperti Chile juga menunjukkan bahwa proses disinflasi menuju level inflasi yang rendah dan stabil dalam kerangka ITF memerlukan waktu yang cukup lama yaitu kurang lebih 36 kuartal atau hampir 9 tahun (Schmidt-Hebbel and Werner, 2002). Bahkan, selain Indonesia, saat ini masih terdapat beberapa negara berkembang yang menerapkan ITF yang masih belum selesai proses disinflasinya, seperti Phillipina - sejak 2002, Colombia - sejak 1999, Rumania - sejak 2005, dan Turki - sejak 2006 (Roger, 2009).

3.4. Kesimpulan

Berdasarkan pengamatan empiris, dapat disimpulkan bahwa memasuki lima tahun usia penerapan ITF di Indonesia telah tercatat beberapa perkembangan positif terkait dengan penetapan sasaran inflasi, baik terkait dengan penataan hukum maupun proses pemupukan kredibilitas kebijakan. Dalam kaitan ini, sejalan *best practices* maupun pemikiran teoritis, penetapan inflasi dilakukan oleh pemerintah dengan berkoordinasi dengan Bank Indonesia. Pendekatan dalam penetapan sasaran inflasi dinilai konsisten dengan upaya untuk menghindari gejolak/ketidakstabilan output, suku bunga maupun nilai tukar yang tidak diinginkan. Dalam kaitan ini, penetapan sasaran inflasi senantiasa didasarkan pada proyeksi ekonomi makro serta pertimbangan *trade-off* antara pertumbuhan ekonomi dan sasaran inflasi. Hal ini konsisten dengan proses disinflasi secara gradual menuju sasaran inflasi jangka menengah sebesar $4\% \pm 1\%$ di tahun 2014 (RPJM) dan mengarah ke level inflasi yang rendah dan stabil sebesar 3% di jangka panjang.

Beberapa aspek masih perlu diperbaiki terutama terkait dengan pentingnya kejelasan komunikasi kepada publik dalam hal terjadinya deviasi pencapaian sasaran inflasi, perubahan sasaran inflasi dalam hal sasaran inflasi yang telah disepakati sebelumnya sudah tidak relevan lagi dengan kondisi perekonomian yang terjadi, maupun perbedaan antara inflasi sebagai hasil dari suatu *forecast* (oleh BI) dengan inflasi sebagai suatu asumsi RAPBN (oleh Pemerintah). Komunikasi tersebut perlu diperjelas untuk memberikan keyakinan kepada publik bahwa baik Bank Indonesia maupun Pemerintah mempunyai jangka sasaran inflasi ke depan yang sama. Selain itu, satu catatan khusus adalah terkait dengan perlunya penyesuaian penetapan sasaran inflasi nasional untuk konteks perekonomian daerah. Saat ini sasaran inflasi yang ditetapkan adalah sasaran inflasi secara nasional, sementara angka inflasi nasional yang terjadi dihitung dari rata-rata tertimbang inflasi yang terjadi di daerah. Untuk daerah yang memiliki karakteristik inflasi yang relatif tinggi (bias ke atas) atau relatif rendah (bias ke bawah) dibandingkan inflasi nasional, jangka pencapaian sasaran inflasi di tingkat daerah berdasarkan sasaran inflasi nasional, selain kurang proporsional juga akan mengurangi efektivitas kerja Tim Pemantauan dan Pengendalian Inflasi (TPI) di tingkat daerah.

Tantangan utama untuk membangun kredibilitas kebijakan moneter dalam pencapaian sasaran inflasi adalah terkait dengan perilaku inflasi yang cukup

persisten di level tinggi, minimal dalam dua dekade terakhir. Selain persistensi, karakteristik perekonomian daerah dan kondisi geografis juga mempengaruhi perilaku inflasi di tiap daerah. Dalam periode penerapan ITF telah dibuktikan bahwa sejalan dengan penerapan ITF, kredibilitas kebijakan moneter mengalami perbaikan yang sangat berarti. Hal ini sejalan dengan penurunan perilaku *backward looking*, dan dengan demikian derajat persistensi inflasi. Namun, mengingat kebijakan moneter belum sepenuhnya kredibel maka strategi disinflasi pada periode penerapan ITF di Indonesia cenderung dilakukan secara *gradual*. Dan hal ini sudah sepatutnya dilakukan. Gradualisme tersebut sangat mendasar, mengingat dalam kondisi ketidaksempurnaan kredibilitas, kebijakan moneter yang terlalu agresif untuk melakukan disinflasi dalam waktu singkat akan menyebabkan tingginya biaya disinflasi berupa penurunan pertumbuhan output yang cukup besar.



BAB 4

KERANGKA KERJA KELEMBAGAAN

Apakah terdapat kejelasan mengenai peran, wewenang, dan tujuan otoritas kebijakan moneter? Apakah terdapat mekanisme akuntabilitas yang menjamin bank sentral akan berperilaku secara konsisten terhadap tujuan yang telah diumumkan serta kebijakan moneter didasarkan pada praktik-praktik yang sehat? Apakah proses pengambilan keputusan dan struktur akuntabilitas dapat meningkatkan pencapaian hasil akhir? Apakah informasi mengenai kebijakan moneter tersedia secara cukup bagi publik? Apakah komunikasi kebijakan moneter dapat disampaikan ke stakeholders dengan cara yang sederhana, jelas dan efektif?

4.1. Aspek Hukum dan Pendelegasian Wewenang (Independensi)

Dalam praktek, independensi bank sentral dikategorikan secara berbeda-beda oleh para ahli. Fraser (1994), DeBelle and Fischer (1995), dan Meyer (2000) membagi independensi bank sentral ke dalam “*goal independence*” dan “*instrument independence*”. *Goal independence* artinya bank sentral menetapkan sendiri tujuan-tujuan yang akan dicapai. *Instrument independence* artinya bank sentral memiliki ruang lingkup atau wewenang yang cukup dalam mencapai tujuan-tujuan yang telah ditetapkan. Sementara itu Grilli et.al. (1991) dan Elgie (1995) membagi independensi bank sentral ke dalam “*political independence*” dan “*economic independence*”. *Political independence* artinya kemampuan bank sentral untuk menetapkan tujuan-tujuan atau keputusan kebijakannya yang bebas dari pengaruh Pemerintah. *Economic independence* artinya kemampuan bank sentral untuk menggunakan semua instrumen kebijakan moneter yang tersedia secara bebas, tanpa batasan-batasan dari Pemerintah, untuk mencapai tujuan-tujuannya.⁴¹ Sementara itu, Baka (1994) dan Mboweni (2001) secara lebih spesifik menambahkan aspek lain dari independensi, yaitu *financial independence*, yang berarti bahwa bank sentral memiliki akses terhadap sumber finansial yang cukup serta memiliki kontrol penuh terhadap anggarannya (budget) sendiri.

Masih terdapat pengkategorian yang lain, yang secara umum kurang lebih meliputi aspek-aspek yang hampir sama, ditambah dengan kelebihan dan kekurangannya masing-masing. Bofinger (2001) membuat 3 (tiga) pengkategorian

⁴¹ Termasuk dalam *political independence* adalah pengusulan, pengangkatan, pemberhentian, kualifikasi, masa jabatan, pengangkatan kembali dan jabatan lain dari Gubernur, wakil dan anggota Dewan Gubernur, serta proses pengambilan keputusan yang meliputi pembuatan keputusan, ada/tidaknya instruksi dari Pemerintah, ada/tidaknya hak veto dari wakil Pemerintah, penetapan penghasilan Dewan Gubernur dan kepemilikan modal bank setral.

yang merupakan sintesa dari beberapa pembagian tersebut, yaitu: (i) *Goal independence*, yang menyaratkan bahwa pemerintah tidak mempunyai pengaruh langsung pada penetapan tujuan-tujuan kebijakan moneter, (ii) *Instrument independence*, yang menyaratkan bahwa bank sentral mampu menetapkan sasaran-sasaran operasionalnya secara otonom, dan (iii) *Personal independence*, yang menyaratkan bahwa badan pembuat kebijakan (*decision making body*) bank sentral berada dalam posisi tanpa arahan secara formal serta tekanan secara informal dari pemerintah.⁴²

Untuk kasus di Indonesia, secara lebih rinci pencapaian sisi aspek hukum dan pendelegasian wewenang (independensi) ini terlihat status Bank Indonesia sebagai bank sentral Republik Indonesia yang mempunyai status dan kedudukan sebagai suatu lembaga negara yang independen, yang tertuang pada UU No.23 Tahun 1999 yang telah diamandemen dengan UU No.6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia, secara umum masih tetap dipertahankan. Dalam kategori *goal independence*, secara fungsional Bank Indonesia tetap memiliki hak untuk memutuskan segala hal yang berkaitan dengan kebijakan moneter dan kestabilan harga sebagaimana disebutkan dalam undang-undang. Namun demikian, Bank Indonesia tidak memiliki *goal independence* karena Bank Indonesia tidak menetapkan sendiri tujuan yang akan dicapai, melainkan tujuan tersebut telah dituangkan secara jelas dalam undang-undang yaitu untuk mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah. Selain itu, penetapan sasaran inflasi dilakukan oleh Pemerintah setelah berkoordinasi dengan Bank Indonesia.

Dalam kaitannya dengan kategori *instrument independence*, Bank Indonesia masih memiliki ruang lingkup/wewenang yang cukup dalam mencapai sasaran operasional yang telah ditetapkan oleh undang-undang. Berkaitan dengan ini, Bank Indonesia memiliki kontrol terhadap instrumen-instrumen yang mempengaruhi proses inflasi, dengan mempertimbangkan dampaknya pada perkembangan ekonomi secara keseluruhan, seperti yang disebutkan dalam undang-undang. Sementara dalam kaitannya dengan *personal independence*, pihak luar tetap tidak dibenarkan mencampuri pelaksanaan tugas Bank Indonesia (Dewan Gubernur), dan Bank Indonesia (Dewan Gubernur) juga berkewajiban untuk menolak atau mengabaikan intervensi dalam bentuk apapun dari pihak manapun juga. Selain itu,

⁴² Pengidentifikasian derajat independensi secara kuantitatif, dalam bentuk 'indeks independensi', telah dilakukan dalam beberapa studi yang antara lain dilakukan oleh Cukierman (1992) dan Bofinger (2001).

anggota Dewan Gubernur Bank Indonesia tidak dapat diberhentikan, kecuali bila mengundurkan diri, berhalangan tetap, atau melakukan tindak pidana kejahatan. Dewan Gubernur (dan atau Pejabat Bank Indonesia) juga tidak dapat dihukum karena telah mengambil keputusan atau kebijakan yang sejalan dengan tugas dan wewenangnya sepanjang dilakukan dengan itikad baik. Berkaitan dengan masa penugasan, disebutkan dalam pasal lain bahwa masa jabatan Dewan Gubernur ditetapkan 5 (lima) tahun, dengan akhir jabatan secara berjenjang, dan setelahnya dapat diangkat kembali. Dalam kaitan ini, Dewan Gubernur diusulkan dan diangkat oleh Presiden dengan persetujuan dari DPR.

Secara umum, berbagai implementasi aspek independensi di Bank Indonesia ini sejalan dengan berbagai praktik yang diterapkan di bank-bank sentral yang menerapkan ITF. Dari aspek *goal dependence*, The Fed (Federal Reserve) memiliki derajat independensi yang besar karena dapat menentukan preferensinya antara kestabilan harga atau peningkatan kesempatan kerja. Bank Sentral Eropa (*European Central Bank/ECB*) memiliki derajat independensi yang lebih terbatas yaitu hanya kepada kestabilan harga. Pengaturan *goal independence* dari bank sentral seperti di atas juga dijumpai pada negara-negara lain, seperti Jepang dan Swedia. Selain itu, bank sentral di Inggris, Kanada, dan Selandia Baru tujuan utama kebijakan moneter yang diamanatkan oleh undang-undang adalah pencapaian kestabilan harga, tetapi hak untuk menentukan nilai target secara kongkrit ada di tangan pemerintah. Versi independensi di Inggris, Kanada, dan Selandia Baru juga berpengaruh kepada instrument independence di ketiga negara tersebut dimana pemerintah dapat mengintervensi keputusan yang diambil oleh bank sentral, khususnya terkait pengendalian nilai tukar. Kewenangan yang cukup luas dimiliki oleh ECB, dimana undang-undang telah mengamanahkan kewenangan pengaturan sistem nilai tukar secara formal kepada anggota European Council (terdiri dari Menteri Keuangan negara-negara anggota Uni Eropa), setelah melakukan konsultasi dengan parlemen Eropa. Sementara itu, bank sentral lain di dunia kewenangan berkaitan dengan kebijakan nilai tukar sangat terbatas, dimana pada umumnya undang-undang mengamanahkan kewenangan tersebut kepada pemerintah.

Dari berbagai hal terkait independensi Bank Indonesia, beberapa isu masih mengemuka. Secara lebih lanjut isu ini akan banyak dibahas pada Bab VII Koordinasi Kebijakan. Dari aspek *goal independence*, isu terkait dengan dilema penetapan

preferensi kebijakan moneter dalam periode pemulihan ekonomi yang masih membutuhkan stimulus lebih lanjut, termasuk dari kebijakan moneter. Di tengah kapasitas perekonomian yang belum meningkat pesat, kebutuhan stimulus ini dikhawatirkan dapat meningkatkan tekanan inflasi sebagai sasaran akhir kebijakan moneter. Dilema kebijakan ini antara lain mengemuka pada saat pembahasan asumsi APBN yang secara umum membutuhkan stimulus pelonggaran kebijakan moneter. Dari aspek *instrument independence*, isu yang muncul antara lain terkait dengan dilema pengaruh penggunaan stance BI Rate terhadap penyusunan kebijakan APBN. Hal ini karena level suku bunga kebijakan ini akan mempengaruhi level suku bunga SBI 3 bulan yang menjadi acuan dalam penentuan SUN berkupon *variable rate*. Dalam kondisi ini, perubahan level suku bunga BI Rate pada akhirnya akan mempengaruhi pembayaran bunga dan defisit APBN secara keseluruhan.

4.2. Kerangka Kerja dan Proses Pengambilan Keputusan (Akuntabilitas)

Dalam kenyataannya, pendelegasian wewenang pengendalian moneter oleh pemerintah kepada bank sentral bukan tanpa risiko, sehingga selayaknya terdapat suatu mekanisme yang dapat menjamin bahwa kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank sentral sejalan dengan keinginan masyarakat secara umum. Dengan kata lain, bank sentral harus menunjukkan akuntabilitas yang baik pada lembaga-lembaga yang dipilih oleh rakyat secara demokratis. Pertanyaan yang muncul adalah bagaimana memahami makna akuntabilitas dalam masyarakat yang demokratis? Dalam salah satu studi mengenai isu akuntabilitas, Hann, Amtenbrink, and Eijffinger (1998) membedakan tiga karakteristik utama dalam makna akuntabilitas bank sentral, yaitu: siapa yang membuat keputusan mengenai tujuan akhir kebijakan moneter?; siapa pemegang tanggung jawab akhir dalam pelaksanaan kebijakan moneter?; dan sejauhmana transparansi politik (*political transparency*) dari kebijakan moneter?⁴³ Dalam praktek, akuntabilitas bank

⁴³ Geraats (2000) membedakan 5 aspek transparansi yang mendukung akuntabilitas, yaitu politis, prosedural, kebijakan, operasional, dan ekonomis. *Political transparency* dalam bentuk tujuan-tujuan formal, target-target kuantitatif dan kejelasan tentang struktur institusi. *Political transparency* merupakan hal yang terpenting karena dapat memberikan kriteria dan identifikasi siapa yang bertanggung jawab, *Economic, procedural and policy transparency* diperlukan untuk mengetahui latar belakang kebijakan-kebijakan yang dilakukan, dan *Operational transparency* diperlukan untuk mengetahui kendala-kendala proses dalam pencapaian suatu kebijakan.

sentral juga dapat diamati berdasarkan aspek-aspek yang terkait dengan definisi akuntabilitas tersebut.

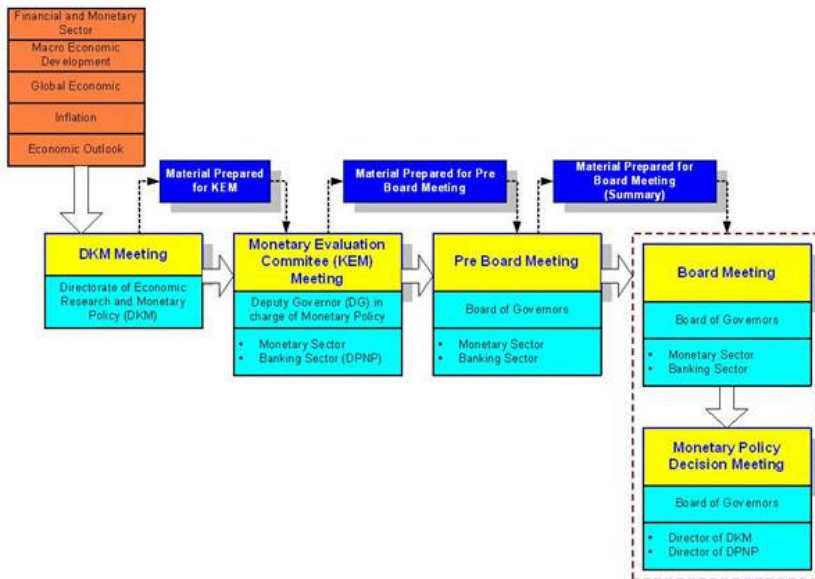
Untuk kasus Indonesia, UU No.23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, yang telah diamandemen dengan UU No.6 Tahun 2009 telah mengatur kerangka kerja akuntabilitas bagi Bank Indonesia dalam setiap pelaksanaan tugas, wewenang dan anggarannya. Tuntutan akan akuntabilitas Bank Indonesia tersebut dimaksudkan agar supaya semua pihak yang berkepentingan dapat ikut melakukan pengawasan terhadap setiap langkah kebijakan yang ditempuh oleh Bank Indonesia. Selain itu, penerapan akuntabilitas tersebut dapat digunakan oleh DPR dalam menilai kinerja Bank Indonesia.

Dalam perkembangannya pencapaian dari prinsip akuntabilitas dari pelaksanaan tugas dan wewenang Bank Indonesia memiliki banyak kemajuan, khususnya perihal proses pengambilan keputusan itu sendiri. Proses keputusan kebijakan moneter ini dilakukan dalam Rapat Dewan Gubernur (RDG) yang dilakukan secara reguler dan dilaksanakan sebagai forum tertinggi dalam proses perumusan kebijakan moneter di Bank Indonesia. Proses pembahasan dan perumusan kebijakan tersebut dilakukan secara berjenjang di tingkat direktorat di Bank Indonesia, dan dilanjutkan pada pembahasan dalam forum Komite Evaluasi Kebijakan Moneter yang melibatkan satuan kerja di sektor moneter dan perbankan di Bank Indonesia. Asesmen tentang kondisi terkini dan prakiraan ekonomi tersebut selanjutnya disampaikan ke Dewan Gubernur dalam forum Komite Kebijakan Moneter (KKM). Forum tersebut merupakan forum diskusi antara anggota Dewan Gubernur dengan pimpinan satuan kerja di Bank Indonesia, yang ditujukan untuk memperoleh gambaran menyeluruh tentang perekonomian. Forum ini dilaksanakan sebelum pelaksanaan RDG dan tidak melibatkan pengambilan keputusan terkait stance kebijakan moneter. Proses pengambilan keputusan baru dilaksanakan pada RDG.

Proses selanjutnya adalah Rapat Pra-Rapat Dewan Gubernur (Pra RDG). Di forum Pra-RDG ini Dewan Gubernur dan pimpinan Direktur di bidang Moneter dan Perbankan membahas mengenai asesmen Bank Indonesia terhadap perekonomian makro dan sektor keuangan. Setelah Pra RDG, Rapat Dewan Gubernur (RDG) dilaksanakan. Dalam RDG, masing-masing anggota Dewan Gubernur memberikan pandangannya terhadap kondisi perekonomian makroekonomi dan sektor keuangan serta membahas pilihan-pilihan kebijakan yang akan diambil. RDG

mengambil keputusan kebijakan moneter dalam bentuk penentuan BI Rate melalui konsensus. Sesuai dengan UU Bank Indonesia, Gubernur Bank Indonesia memiliki hak veto dalam Rapat tersebut.

Bagan 4.1. Skema Pengambilan Keputusan



Dalam proses analisis, diskusi dan pengambilan keputusan stance kebijakan moneter dalam RDG tersebut diarahkan dalam ruang lingkup ITF. BI Rate sebagai suku bunga kebijakan ditetapkan sehingga konsisten dengan upaya pencapaian sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Secara operasional kebijakan moneter sehari-hari, BI Rate yang diputuskan dalam RDG ke dalam kemudian terjemahkan melalui penggunaan suku bunga PUAN O/N sebagai sasaran operasional kebijakan moneter yang optimal dalam mendukung efektivitas kebijakan moneter baik secara teori, fakta, maupun kelaziman (best practice). Dalam perkembangan berikutnya arah kebijakan moneter ini melalui berbagai jalur transmisi kebijakan moneter diyakini dapat mempengaruhi kegiatan ekonomi dan pada akhirnya akan dinamika inflasi ke depan. Sebagaimana akan dijelaskan lebih rinci pada Bab

V, secara operasional arah kebijakan moneter ini akan didukung oleh penggunaan beberapa instrumen moneter lainnya.

Kemajuan yang dicapai juga terkait dengan cara menyampaikan informasi langsung kepada masyarakat luas yang dilakukan secara terbuka melalui media masa pada setiap awal tahun. Informasi ini adalah mengenai evaluasi pelaksanaan kebijakan moneter pada tahun sebelumnya, serta rencana kebijakan moneter dan penetapan sasaran-sasaran moneter untuk tahun yang akan datang. Informasi tersebut juga disampaikan secara tertulis kepada Presiden dan DPR. Bank Indonesia juga diwajibkan untuk menyampaikan laporan perkembangan pelaksanaan tugas dan wewenangnya kepada DPR setiap triwulan atau sewaktu-waktu bila diminta oleh DPR. Hal ini sejalan dengan fungsi pengawasan yang diemban oleh DPR.

Sementara di bidang anggaran, Bank Indonesia sebelum dimulainya tahun anggaran tetap menyampaikan anggaran tahunannya kepada DPR dan Pemerintah bersamaan dengan evaluasi pelaksanaan anggaran tahun berjalan. Selain itu, Laporan Keuangan Tahunan Bank Indonesia juga disampaikan kepada Badan Pemeriksa Keuangan (BPK) untuk diperiksa dan diumumkan kepada masyarakat luas melalui media masa. Kewajiban lain Bank Indonesia adalah menyusun neraca singkat mingguan yang diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia.

4.3. Transparansi dan Strategi Komunikasi Kebijakan

Transparansi dan komunikasi merupakan bagian integral dari kebijakan moneter. Terdapat sedikitnya tiga faktor yang dapat menjelaskan fenomena meningkatnya transparansi dan komunikasi kebijakan moneter di banyak negara (Amato et al, 2003). Pertama, semakin besarnya independensi yang diberikan kepada bank sentral menuntut pula pentingnya akuntabilitas. Secara umum, akuntabilitas yang lebih besar berarti semakin tinggi komunikasi yang harus dilakukan bank sentral mengenai arah, keyakinan dan operasi kebijakan moneternya. Hanya melalui peningkatan transparansi seperti ini penilaian yang adil terhadap kinerja bank sentral hanya dapat dilakukan. Karena itu, pengaturan hubungan antara bank sentral yang independen, transparansi dan akuntabilitasnya dengan pemerintah dan publik menjadi semakin penting. Pembentukan Bank Sentral Eropa (ECB), yang kemudian dihindarkan dari pengaruh parlemen dan pejabat pemerintah, merupakan salah satu contohnya.

Kedua, semakin banyak bank sentral di negara maju dan *emerging economies*

yang menerapkan *inflation targeting* dalam kerangka kerja kebijakan moneter. Meskipun rezim yang diterapkan oleh berbagai bank sentral berbeda-beda, di semua negara penerapan *inflation targeting* secara formal menekankan begitu pentingnya komunikasi kebijakan moneter kepada publik. Melalui komunikasi secara reguler kepada publik, kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral dalam mencapai target inflasi yang ditetapkan dapat semakin mudah dipahami publik. Hal ini penting tidak saja untuk memudahkan peningkatan kredibilitas dan mekanisme akuntabilitas bank sentral, tetapi juga untuk mengarahkan perilaku ekspektasi inflasi masyarakat terhadap target inflasi yang ingin dicapai.

Ketiga, pasar keuangan yang semakin maju perkembangannya di banyak negara. Perilaku transaksi dan pembentukan harga di pasar keuangan banyak dipengaruhi oleh ekspektasi para pelaku pasar mengenai arah perkembangan ekonomi ke depan, termasuk inflasi dan arah suku bunga bank sentral. Pembahasan mekanisme transmisi kebijakan moneter pada Bab 5 menunjukkan pentingnya saluran transmisi ekspektasi ini. Demikian pula pengaruh kebijakan moneter terhadap transaksi dan harga aset finansial melalui saluran transmisi yang lain, baik saluran suku bunga, uang beredar, kredit, nilai tukar, dan harga aset. Mengelola dan mempengaruhi ekspektasi di pasar keuangan, karena itu, merupakan bagian penting dalam kebijakan moneter. Hal ini jelas tidak dapat dicapai tanpa transparansi dan strategi komunikasi yang ditempuh bank sentral.

Untuk Indonesia, dari sisi transparansi kebijakan terlihat bahwa pengaturan transparansi dan akuntabilitas Bank Indonesia semakin dipertegas dan diperketat dengan amandemen UU. No.3/2004. Dalam amandemen Pasal 58 diatur bahwa Bank Indonesia menyampaikan pertanggung-jawaban atas pelaksanaan tugasnya kepada DPR yang sebelumnya lebih ditekankan kepada masyarakat dalam arti luas.

Laporan yang disampaikan kepada DPR dan juga kepada Pemerintah pada setiap awal tahun ini memuat pelaksanaan tugas dan wewenang pada tahun sebelumnya serta rencana kebijakan, penetapan sasaran, dan langkah-langkah pelaksanaan dan wewenang Bank Indonesia untuk tahun yang akan datang dengan memperhatikan perkembangan laju inflasi serta kondisi ekonomi dan keuangan. Penyampaian pelaksanaan tugas dan wewenangnya kepada DPR dan Pemerintah juga dilakukan pada setiap triwulanan. Kedua bentuk laporan tersebut (tahunan dan triwulanan) merupakan bahan penilaian tahunan terhadap kinerja

Dewan Gubernur dan Bank Indonesia. Laporan tentang pelaksanaan tugas dan rencana kebijakan, penetapan sasaran, dan langkah-langkah pelaksanaan tidak cukup hanya disampaikan kepada DPR dan Pemerintah saja, namun masyarakat luas (termasuk kepada pasar) juga harus mengetahuinya.

Dalam kaitan ini pula, Bank Indonesia setelah membahas dan memutuskan dalam Rapat Dewan Gubernur (RDG) pada setiap awal tahun, menjelaskan kepada masyarakat evaluasinya terhadap kinerja kebijakan moneter tahun sebelumnya dan mengumumkan sasaran inflasi dan arah kebijakan moneter yang ditempuhnya dalam tahun mendatang. Hal ini dilakukan melalui konferensi pers, penerbitan suplemen dalam media masa, maupun melalui diskusi kepada akademisi, perbankan dan dunia usaha. Laporan formal mengenai evaluasi dan arah kebijakan moneter tersebut juga disampaikan kepada DPR sebagai bahan penilaian kinerja Bank Indonesia dan Dewan Gubernur, serta kepada Pemerintah sebagai informasi. Bank Indonesia juga menerbitkan laporan tahunan yang memuat evaluasi ekonomi dan kebijakan moneter yang ditempuhnya.

Di samping publikasi dan penyampaian laporan kepada DPR secara periodik tersebut, Bank Indonesia juga secara rutin telah melakukan berbagai langkah diseminasi dan komunikasi kebijakan moneter kepada masyarakat. Penyampaian materi komunikasi dilakukan dengan memperhatikan keinginan dan kebutuhan dari masing-masing publik. Adapun prinsip-prinsip komunikasi yang digunakan berkaitan dengan prinsip transparansi, prediktabilitas serta komprehensif.

Pada prinsip transparansi, Bank Indonesia perlu memberikan informasi yang penting dan dibutuhkan publik sesuai dengan ketepatan waktu dan berlandaskan pada kejujuran. Pada prinsip prediktabilitas, komunikasi tersebut mampu mewujudkan sebuah sistem komunikasi dimana kebijakan moneter mampu mempengaruhi ekspektasi publik dan diantisipasi pada perilaku mereka tanpa menimbulkan gejolak di pasar keuangan. Dari prinsip komprehensif, komunikasi juga diharapkan mampu melayani berbagai jenis publik dengan informasi yang tepat, menggunakan bahasa dan formula yang jelas, mudah dipahami, memiliki argumentasi yang baik, dan sesuai dengan kebutuhan. Selain ketiga prinsip pokok tersebut, strategi komunikasi diharapkan juga menerapkan prinsip RACE (Research – Action – Communicate – Evaluation). Prinsip ini adalah melakukan sebuah kajian atau riset ilmiah yang mendasari langkah komunikasi, baik sebelum maupun sesudah suatu program dilakukan.

Untuk meningkatkan efektivitas komunikasi BI maka identifikasi pemangku kepentingan menjadi penting sebagai prasyarat pencapaian komunikasi yang efektif. Adapun fokus komunikasi kebijakan moneter akan diarahkan pada media masa, pelaku pasar keuangan dan pengamat ekonomi, kalangan Industri (Asosiasi-asosiasi bisnis, perbankan, Kadin dll), akademisi, mahasiswa, dan pelajar, politisi dan Anggota DPR-RI, LSM serta masyarakat umum lainnya.

Dengan mengacu kepada prinsip komunikasi dan identifikasi pemangku kepentingan tersebut maka beberapa penyempurnaan pada program diseminasi kebijakan moneter, baik materi maupun kegiatan yang telah dilakukan dalam lima tahun terakhir ini. Dari sisi penyempurnaan penerbitan publikasi LKM/TKM maka sejak awal 2009, LKM dan TKM diterbitkan pada hari yang sama dengan RDG. Adapun materi disarikan dari bahan RDG dengan memilih sudut pandang yang tepat untuk dijadikan tema dalam pembentukan ekspektasi publik. Hal ini telah meningkatkan jumlah pembaca, sebagaimana tercermin dari hit di situs Bank Indonesia www.bi.go.id sebesar rata-rata 5000 dibandingkan sebelumnya, hanya rata-rata 400 pembaca.

Terkait dengan penyampaian informasi melalui situs www.bi.go.id ini, BI menyampaikan informasi mengenai perkembangan ekonomi dan kebijakan moneter yang bersifat reguler maupun data-data terkait, juga materi jumpa pers dalam bahasa Inggris dan Indonesia yang dapat diakses oleh masyarakat. Investasi di bidang teknologi yang cukup besar telah dilakukan oleh Bank Indonesia untuk mendukung keberadaan situs yang sangat memadai dari segi pengadaan informasi serta mudah diakses oleh masyarakat dalam real-time. Dengan upaya tersebut, tidaklah berlebihan kalau Situs Bank Indonesia telah beberapa kali memperoleh penghargaan sebagai situs yang terbaik di lingkungan pemerintahan.

Penyempurnaan strategi komunikasi juga dilakukan dalam hal penerbitan LPI. Dalam dua tahun terakhir, buku LPI dibuat secara lebih populer dan bersifat tematik. Hal ini guna mempermudah dan menarik pembaca lebih banyak lagi sehingga pemahaman publik terhadap kebijakan moneter dapat lebih baik. Dengan perbaikan tersebut, jumlah pembaca webiste di LPI telah meningkat menjadi rata-rata 25.000 pembaca dari sebelumnya rata-rata 4000 pembaca.

Selain itu pertemuan rutin dengan pengamat ekonomi dan pelaku pasar dilakukan setiap triwulan usai RDG triwulanan. Diskusi menyampaikan

perkembangan ekonomi terkini dan outlook serta mendengar masukan dari para pengamat dan pelaku pasar. Diskusi informal dengan investor dalam dan luar negeri juga kerap dilakukan. Selama ini DKM kerap mendapatkan kunjungan dari berbagai pihak di dalam negeri maupun internasional yang meminta pandangan terhadap kondisi perekonomian dan moneter Indonesia.

Strategi komunikasi ini juga dilakukan dengan memanfaatkan tulisan di media massa. Tulisan dan artikel berperan penting dalam memberikan pandangan lain yang dapat menambah wawasan publik dalam menilai kebijakan Bank Indonesia. Selain itu strategi juga dilakukan dengan melakukan diseminasi ke berbagai pemangku kepentingan dalam bentuk seminar, kuliah umum, kunjungan ke daerah (KBI) untuk menjangkau pemangku kepentingan daerah, serta melakukan pelatihan/workshop kepada para pemangku kepentingan.

Untuk meningkatkan pemahaman lebih struktural tentang peran dan tugas bank sentra, Bank Indonesia juga bekerjasama dengan berbagai universitas untuk menyertakan berbagai kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia, baik moneter, perbankan maupun sistem pembayaran, beserta teori dan konsep pemikiran yang relevan ke dalam kurikulum pendidikan, dengan maksud untuk memperkaya pemahaman mahasiswa mengenai penerapan teori-teori yang dipelajarinya di dalam praktek kelembagaan dan kebijakan di bank sentral.

4.4. Hasil Analisis Efektivitas Transparansi dan Komunikasi Kebijakan Moneter

Beberapa hasil evaluasi terhadap berbagai kegiatan di bidang komunikasi menunjukkan bahwa program diseminasi kebijakan moneter telah cukup efektif. Indikasi ini ditunjukkan oleh hasil kuesioner, wawancara, maupun pengamatan langsung pada pemangku kepentingan yang menyatakan kepuasan dan pemahaman mereka terhadap kebijakan moneter.

Sahminan (2008) menunjukkan bahwa komunikasi kebijakan yang dilakukan Bank Indonesia cukup efektif mempengaruhi perilaku suku bunga jangka pendek di PUAB. Temuan tersebut dilakukan dengan melakukan observasi terhadap pernyataan terkait stance kebijakan moneter (*monetary policy statement*) dan pernyataan-pernyataan di antar RDG (*inter-meeting statements*). Namun, kajian tersebut juga menemukan adanya respon asimetris terhadap pernyataan yang

diberikan dimana *stance* longgar lebih efektif mempengaruhi perilaku suku bunga jangka pendek tersebut dibandingkan *stance* kebijakan moneter ketat.

Survei hasil kinerja Bank Indonesia secara umum menyebutkan bahwa kepuasan responden terhadap komunikasi Bank Indonesia di bidang moneter sudah baik⁴⁴. Survei dilakukan pada responden baik eksternal maupun internal dari 8 kota besar. Survei menyimpulkan bahwa sebagian besar responden (57%) mengatakan puas terhadap proses komunikasi kebijakan moneter.

Namun hasil survei tersebut juga memperlihatkan bahwa terdapat 43% pemangku kepentingan yang menjawab kurang puas. Alasan dari ketidakpuasan ini antara lain menunjuk bahwa BI belum konsisten dengan kebijakan di bidang moneter, BI kurang transparan, kebijakan BI masih mendapat intervensi dari pihak lain serta BI kurang efektif dalam pengendalian inflasi.

Hasil analisis analisis lain dari FSAP – IMF (2009) menyatakan bahwa transparansi kebijakan moneter yang dilakukan oleh BI dikategorikan cukup tinggi (*reasonably high*). Penilaian ini didasarkan kepada empat kriteria penilaian yaitu pertama tujuan kebijakan telah dinyatakan dengan jelas pada UU BI, kedua bahwa UU BI juga telah menjamin independensi Bank Sentral, ketiga kerangka inflation targeting yang berkomitmen untuk meningkatkan komunikasi dengan publik, dan yang keempat tentang adanya ketentuan dan peraturan yang menjamin integritas BI. Secara keseluruhan hasil analisis FSAP-IMF (2009) ini juga menyebutkan bahwa sebagian besar elemen penilaian transparansi kebijakan moneter di Indonesia dapat dikategorikan *observed* (90%)⁴⁵.

Disamping berbagai kemajuan yang telah dicapai dari aspek kelembagaan ini, beberapa hal lain masih tetap perlu mendapat perhatian. Sebagai gambaran awal adalah hasil asesmen FSAP-IMF (2009) juga memberikan masukan yang

⁴⁴ Survei Kuantitatif Kinerja Bank Indonesia 2008, SEM Institute dan DPSHM

⁴⁵ Kategori ini merupakan kategori tertinggi dari 4 kriteria yang digunakan dalam penilaian. Keempat ketgori tersebut adalah (1) *Observed*—Semua aspek transparansi tercover dengan baik dan kelemahan yang ada relatif dapat diabaikan.. (2) *Broadly observed*—Ada beberapa kelemahan dalam praktek transparansi kebijakan, namun kelemahan tersebut hanya sebagian kecil dari keseluruhan aspek transparansi yang dinilai. (3) *Partly observed*—Kelemahan dalam pelaksanaan transparansi kebijakan berpotensi untuk menghalangi pelaksanaan kebijakan moneter yang efektif dengan kata lain terdapat beberapa elemen dalam penilaian transparansi yang tidak tercover. (4) *Not observed*—elemen transparansi kebijakan yang dinilai tdak tercover dan belum ada upaya yang dlakukan untuk mengimplementasikannya. *Not applicable*—elemen transparansi kebijakan tidak diatur dalam UU dan ketentuan yang ada karena hal ini bergantung kepada kebijakan yang diadopsi masing-masing negara. Kategori penilaian ini tidak mempengaruhi hasil assesmen.

secara umum diantaranya masuk ke dalam kategori *broadly observed* dan *partly observed*.

Untuk beberapa aspek yang termasuk dalam kategori *broadly observed* adalah tentang perlunya penjelasan yang lebih komprehensif kepada publik mengenai prioritas tujuan yang lebih difokuskan oleh BI karena *dual objectives* tersebut berpotensi menimbulkan ketidakjelasan atas pemahaman publik terhadap tujuan bank sentral. Berkaitan dengan upaya untuk meningkatkan pemahaman publik tentang pelaksanaan pengelolaan kebijakan moneter beserta instrumen yang digunakan maka suatu *single document* yang komprehensif sangat diperlukan. Hasil asesmen juga merekomendasikan bahwa BI perlu menginformasikan kepada publik perihal ketentuan internal (PDG) mengenai perlindungan hukum bagi pegawai dalam pelaksanaan tugasnya.

Untuk aspek penilaian yang dikategorikan sebagai *partly observed* berkaitan dengan informasi prosedur dan pelaksanaan kebijakan moneter beserta instrumen yang digunakan tersebar di berbagai PBI dan SE Ekstern. Asesmen ini merekomendasikan perlunya satu dokumen yang ditampilkan di web yang memudahkan publik untuk mengetahui garis besar pelaksanaan tugas BI dalam kebijakan moneter beserta instrumen yang digunakan. Asesmen juga menyebutkan tentang pentingnya informasi mengenai pelaksanaan pengambilan keputusan dalam RDG yang meliputi *business process*, anggota komite kebijakan moneter beserta tugas perlu diketahui publik. Khusus berkaitan dengan publikasi yang disampaikan oleh BI mengenai pelaksanaan tugas bank sentral, asesmen merekomendasikan agar publikasi tersebut juga memberikan penjelasan mengenai deviasi dari target inflasi masih kurang.

Dengan berbagai penilaian tersebut, hasil asesmen menyampaikan beberapa usulan untuk meningkatkan transparansi kebijakan moneter. Usulan pertama berkaitan dengan target inflasi untuk 2010 dimana target yang telah disampaikan oleh BI sebaiknya dapat segera diinstitutionalkan agar diketahui publik. Kedua, tentang perlunya ketersediaan dokumen tunggal yang mudah diakses publik untuk menjelaskan secara komprehensif mengenai kebijakan moneter beserta instrumen moneter yang digunakan. Ketiga, tentang perlunya penjelasan yang dapat diketahui oleh publik mengenai *business process* formulasi kebijakan moneter dalam Rapat Dewan Gubernur. Keempat tentang perlunya ketersediaan ringkasan peraturan yang mengatur mengenai *role of conduct* pegawai BI untuk

menjamin kredibilitas pegawai bank sentral serta prosedur untuk audit internal sebaiknya dapat diketahui oleh publik. Terakhir adalah perlunya penyempurnaan tampilan website yang memudahkan publik mengakses informasi mengenai kebijakan moneter BI.

4.5. Kesimpulan

Berdasarkan pengamatan empiris, dapat disimpulkan bahwa memasuki lima tahun usia penerapan ITF di Indonesia secara umum telah tercatat beberapa perkembangan positif dalam penataan kerangka kerja kelembagaan bank sentral di Indonesia, khususnya terkait dengan independensi, akuntabilitas dan transparansi. Dalam hal ini, perkembangan berbagai aspek kerangka kerja kelembagaan tersebut secara umum menunjukkan arah positif pada upaya mendukung efektivitas implementasi ITF di Indonesia. Dari aspek independensi terlihat bahwa peran, wewenang dan tujuan otoritas kebijakan moneter telah cukup jelas diamanatkan oleh UU No.23 Tahun 1999, yang telah diamandemen dengan UU No.6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia. Dari aspek akuntabilitas berbagai praktik yang sehat juga telah diterapkan guna memperkuat prinsip akuntabilitas. Sementara dari aspek transparansi, penyediaan media informasi dan komunikasi juga telah ditingkatkan dan diperkuat sehingga dapat menjadi sarana diseminasi yang efektif bagi berbagai kebijakan yang telah ditempuh Bank Indonesia. Terkait dengan hal ini, komunikasi kebijakan yang dilakukan Bank Indonesia telah cukup efektif mempengaruhi perilaku suku bunga jangka pendek di pasar uang antar bank.

Terkait dengan transparansi kebijakan, pengamatan tentang kemajuan dari sisi kerangka kerja kelembagaan tersebut sejalan dengan hasil analisis FSAP – IMF (2009) menyatakan bahwa transparansi kebijakan moneter yang dilakukan oleh BI dikategorikan cukup tinggi (*reasonably high*). Penilaian ini didasarkan kepada empat kriteria penilaian yaitu pertama tujuan kebijakan telah dinyatakan dengan jelas pada UU BI, kedua bahwa UU BI juga telah menjamin independensi Bank Sentral, ketiga kerangka inflation targeting yang berkomitmen untuk meningkatkan komunikasi dengan publik, dan yang keempat tentang adanya ketentuan dan peraturan yang menjamin integritas BI. Secara keseluruhan hasil analisis FSAP-IMF (2009) ini juga menyebutkan bahwa sebagian besar elemen penilaian transparansi kebijakan moneter di Indonesia dapat dikategorikan *observed* (90%).

Namun, di samping berbagai kemajuan yang telah dicapai dari aspek kelembagaan tersebut, beberapa hal lain masih tetap perlu mendapat perhatian. Sebagai gambaran awal adalah hasil asesmen FSAP-IMF (2009) juga memberikan masukan yang secara umum diantaranya masuk ke dalam kategori *broadly observed* dan *partly observed*. Aspek utama yang termasuk dalam kategori *broadly observed* adalah tentang perlunya penjelasan yang lebih komprehensif kepada publik mengenai prioritas tujuan yang lebih difokuskan oleh BI, karena dual objectives berpotensi menimbulkan ketidakjelasan atas pemahaman publik terhadap tujuan bank sentral. Untuk aspek penilaian yang dikategorikan sebagai *partly observed* adalah keberadaan informasi prosedur dan pelaksanaan kebijakan moneter beserta instrument yang memudahkan publik untuk mengetahui garis besar pelaksanaan tugas BI dalam kebijakan moneter beserta instrumen yang digunakan.

Dengan berbagai penilaian tersebut, hasil asesmen menyampaikan beberapa usulan untuk meningkatkan transparansi kebijakan moneter, yaitu berkaitan dengan: (i) perlunya target inflasi yang telah disampaikan oleh BI dapat segera diinstitutionalkan agar diketahui publik; (ii) perlunya ketersediaan dokumen tunggal yang mudah diakses publik untuk menjelaskan secara komprehensif mengenai kebijakan moneter beserta instrument moneter yang digunakan; (iii) perlunya penjelasan yang dapat diketahui oleh publik mengenai business process formulasi kebijakan moneter dalam Rapat Dewan Gubernur; serta (iv) perlunya ketersediaan ringkasan peraturan yang mengatur mengenai *role of conduct* pegawai BI untuk menjamin kredibilitas pegawai bank sentral serta prosedur untuk audit internal yang dapat diketahui oleh publik.



BAB 5

KERANGKA KERJA
OPERASIONAL

Apakah terdapat kecukupan instrumen dalam mendukung pelaksanaan kebijakan moneter? Sejauhmana tahapan pengembangan/ penempurnaan instrumen moneter dilakukan? Apakah pelaksanaan operasi moneter telah dilaksanakan secara terpadu dengan mendasarkan pada keterkaitan antara pasar uang rupiah dan pasar uang valas? Sejauhmana perkembangan instrumen pasar utang dan financial deepening?

5.1. Tahapan Penetapan Sasaran Operasional dan Pengelolaan *Standing Facilities*

Salah satu aspek mendasar dalam penerapan ITF adalah penggunaan suku bunga sebagai sasaran operasional. Secara umum, suku bunga yang ditetapkan sebagai sasaran operasional (*operating target*) adalah suku bunga di pasar uang dengan tenor terpendek yang bisa langsung dan seketika dipengaruhi oleh bank sentral melalui pengaturan likuiditas dalam kegiatan operasi pasar terbuka (OPT).⁴⁶ Pemanfaatan suku bunga tersebut dilandasi oleh pemikiran bahwa pada masa kini bank sentral semakin sulit mempengaruhi suku bunga jangka panjang, dan pada gilirannya transmisi kebijakan moneter, yang terutama diakibatkan oleh kuatnya unsur persepsi dan ekspektasi terutama dari pelaku di pasar finansial yang semakin terintegrasi. Oleh karena itulah maka bank sentral menjadi semakin pragmatis dalam mengimplementasikan kebijakan moneter,⁴⁷ yaitu mempengaruhi suku bunga jangka panjang dengan cara menunjukkan kredibilitasnya dalam pengendalian suku bunga jangka pendek (*the shortest end of the yield curve*).⁴⁸

Terkait dengan hal tersebut, untuk menyampaikan sinyal kebijakan moneter kepada publik, Bank Indonesia menetapkan suku bunga kebijakan (*policy rate*), dikenal sebagai BI Rate, secara periodik untuk jangka waktu tertentu.⁴⁹ Sebagai

⁴⁶ Dilandasi pemikiran bahwa bank sentral adalah pemasok tunggal (*monopoly*) likuiditas yang ada di pasar uang antar bank sehingga bank sentral dapat mengatur jumlah likuiditas yang tersedia setiap hari sesuai proyeksi likuiditas.

⁴⁷ Dengan asumsi bekerjanya *terms structure of interest rate hypothesis*.

⁴⁸ Adapun transmisi dari suku bunga jangka pendek ke jangka panjang dan kegiatan ekonomi adalah melalui jalur yang kompleks dan tidak selamanya dapat diidentifikasi dan dilihat secara mekanistik seperti argumen Tobin (2000), dan Bernanke (2004).

⁴⁹ Suku bunga kebijakan atau lazimnya dalam literatur disebut sebagai *monetary policy rate* (*key policy rate*) pada awalnya digunakan oleh The Fed, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand, dan Reserve Bank of Australia pada awal 1990-an yang selanjutnya diikuti oleh beberapa bank sentral di Asia pasca krisis ekonomi tahun 1997/98 seperti Bank of Thailand, Bank of Korea, dan Bank Negara Malaysia. Strategi ini dipilih terlepas dari apakah negara tersebut menganut ITF atau tidak.

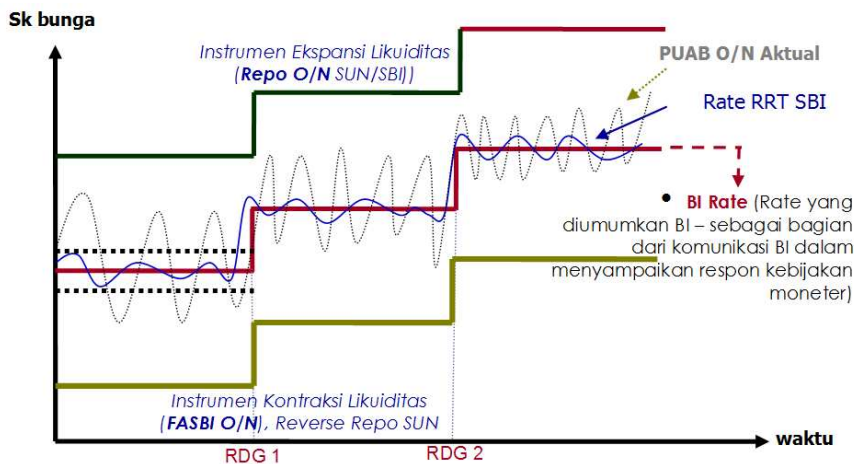
pencerminan *stance* kebijakan, naik, turun atau tetapnya BI Rate dipersiapkan melalui rangkaian kegiatan perencanaan moneter, yang secara umum meliputi pengumpulan data dan informasi terkait dengan kondisi perekonomian terkini dan prospeknya, asesmen dan perbandingan dengan proyeksi dan asumsi sebelumnya, analisis permodelan jangka pendek, serta penyusunan rekomendasi level BI Rate ke pada Dewan Gubernur. Setelah penetapan BI Rate, secara implementatif dilakukan upaya-upaya untuk mengarahkan suku bunga pasar bergerak ke arah BI Rate, yang secara rinci dijabarkan dalam kerangka kerja operasional yang menganut prinsip transparan, mudah, dan efisien.

Dengan demikian, kegiatan pengimplementasian BI Rate (sebagaimana *policy rate* pada umumnya) berada dalam tataran taktis (*tactical level*), terpisah dari kegiatan penetapan BI Rate yang berada dalam tataran strategis (*strategic level*). Artinya, Bank Indonesia tidak mengirimkan sinyal kebijakan dari kegiatan implementasi BI Rate dalam operasi moneter.⁵⁰ Terkait dengan hal tersebut, mengacu pada *best practices*, secara umum terdapat tiga besaran aspek yang diperhatikan, yaitu instrumen, konterparti, dan *eligible collateral*. Instrumen utama meliputi OPT, *standing facilities* (koridor suku bunga), dan Giro Wajib Minimum (GWM)⁵¹. Konterparti dapat diterjemahkan sebagai pihak-pihak yang dibolehkan memanfaatkan instrumen bank sentral. Sementara *eligible collateral* terkait dengan peran bank sentral dalam menjamin ketersediaan likuiditas dan manajemen risikonya.

⁵⁰ Bindseil (2004). Dalam hal terjadi situasi yang khusus seperti misalnya ECB (sebelum 28 Juni 2000) dimungkinkan untuk melakukan penguatan sinyal kebijakan melalui mekanisme lelang *Fixed Rate Tender*. Hal inilah yang kemudian menjadi salah satu referensi implementasi BI Rate pada periode 10 Mei – 30 oktober 2006.

⁵¹ GWM merupakan bagian tidak terpisahkan dalam kerangka operasional kebijakan moneter (Borio, 2000). Hal ini dikarenakan dalam *day-to-day monetary operation* kebutuhan/permintaan bank akan likuiditas (demand for central bank reserves) dicerminkan oleh $\Delta GWM + \Delta \text{Ekses GWM}$. Sementara supply likuiditas yang berada di luar kendali Bank Indonesia (autonomous supply) dicerminkan oleh $\Delta NFA + \Delta NCG + \Delta NOI - \Delta \text{Currency}$.

Grafik 5.1. Ilustrasi Kerangka Operasional Kebijakan Moneter⁵²



Apabila dirunut secara kronologis sejak Juli 2005 hingga saat ini, implementasi BI Rate dalam operasi moneter telah melalui berbagai tahapan penyempurnaan (Tabel V.1).

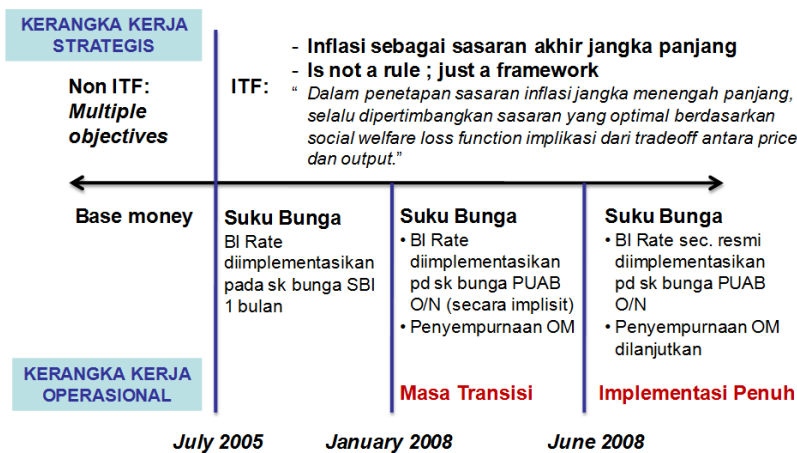
- Pada tahap awal, implementasi BI Rate dalam kegiatan operasi moneter ditujukan untuk menjadi acuan tingkat diskonto (*rate*) SBI dengan tenor 1 bulan dan belum dimaksudkan untuk mengarahkan dan menjaga suku bunga yang ada di pasar uang antar bank (PUAB).
- Pada tahapan berikutnya yaitu sejak awal tahun hingga pertengahan tahun 2008 merupakan masa transisi menuju implementasi BI Rate untuk menjaga suku bunga yang ada di pasar uang antar bank berjangka *overnight* (PUAB O/N). Baik di tahap awal maupun transisi, proses penyempurnaan difokuskan pada berbagai aspek penyelenggaraan operasi moneter termasuk skim atau jenis instrumen OPT.⁵³
- Tahapan terkini yaitu pasca suku bunga PUAB O/N resmi digunakan sebagai sasaran operasional kebijakan moneter pada 9 Juni 2008, dimana penyempurnaan operasi moneter secara umum banyak difokuskan pada

⁵² Sumber : DPM (2004, 2009).

⁵³ Direktorat Pengelolaan Moneter. "Tinjauan Pelaksanaan OPT Era BI Rate dan Alternatif Penyempurnaan. Kajian IKU DPM". Desember 2006.

penyempurnaan pada *standing facilities* dan instrumen lain dalam konteks peran bank sentral dalam menyediakan likuiditas di masa terjadinya tekanan terhadap stabilitas sistem keuangan. Dalam hal sistem GWM, tidak terdapat perubahan *maintenance period* ataupun sistem pemenuhan (*non averaging*) sehingga baik pada tahap awal maupun selanjutnya, frekuensi efektif dari pelaksanaan operasi moneter adalah harian.

Bagan 5.1. Kronologis Perubahan Sasaran Operasional⁵⁴



Dapat dikemukakan bahwa pada tahap awal, penggunaan suku bunga SBI 1 bulan sebagai acuan operasi moneter dilatari oleh beberapa pertimbangan. *Pertama*, suku bunga SBI 1 bulan telah digunakan sebagai acuan oleh perbankan dan pelaku pasar di Indonesia dalam berbagai aktivitasnya. *Kedua*, penggunaan suku bunga SBI 1 bulan sebagai sasaran operasional akan memperkuat sinyal respon kebijakan moneter yang ditempuh Bank Indonesia. *Ketiga*, dengan perbaikan kondisi perbankan dan sektor keuangan, suku bunga SBI 1 bulan terbukti mampu mentransmisikan kebijakan moneter ke sektor keuangan dan ekonomi⁵⁵. Terlepas dari berbagai pertimbangan tersebut, dalam tataran teknis

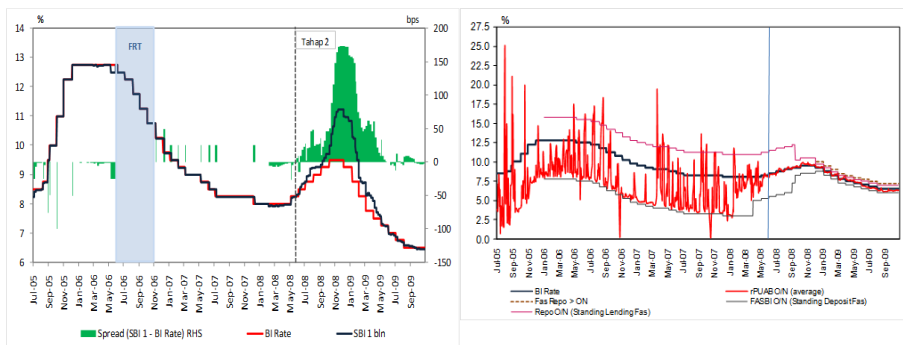
⁵⁴ Sumber DPM (2009), dengan penyesuaian.

⁵⁵ Lampiran Siaran Pers Bank Indonesia No. 7/69/PSHM/Humas tanggal 30 Juni 2005: "Bank Indonesia: Langkah-langkah Penguatan Kebijakan Moneter dengan Sasaran Akhir Kestabilan Harga (*Inflation Targeting Framework*)."

penggunaan suku bunga SBI 1 bulan sebagai sasaran operasional lebih merupakan bentuk kompromi dan gradualisme dalam penyempurnaan kerangka operasional kebijakan moneter.

Dalam perkembangannya, implementasi BI Rate yang mengacu pada *rate* SBI 1 bulan menimbulkan beberapa tantangan baik di sisi strategis maupun operasional. Di sisi strategis, penggunaan *rate* SBI 1 bulan sebagai sasaran operasional berpotensi mendistorsi sinyal kebijakan moneter. SBI 1 bulan hampir selalu berada di sekitar BI Rate (Grafik V.2). Namun demikian, suku bunga pasar aktual yang terjadi di pasar uang justru sangat *volatile* dan tidak memiliki acuan (Grafik V.3). Kondisi demikian tidak mendukung berlangsungnya transmisi kebijakan moneter dengan baik dan tidak sesuai dengan praktik umum kebijakan moneter yang menggunakan *policy rate* berbasis suku bunga.

Grafik 5.2. BI Rate, SBI 1 bulan, dan Spread **Grafik 5.3. BI Rate, Suku Bunga PUAB O/N, dan Koridor Suku Bunga**



Dari sisi operasional, implementasi BI Rate yang mengacu pada *rate* SBI 1 bulan semata mengakibatkan operasi moneter menjadi terlepas dari kondisi pasar dan memungkinkan seringnya terjadi perubahan desain instrumen (lihat Lampiran). Dengan hanya terfokus mencapai 'harga' dari surat berharganya sendiri (SBI 1 bulan) maka BI Rate dapat selalu dicapai, bahkan terlepas dari berapapun likuiditas yang diserap khususnya pada waktu lelang dilakukan dengan mekanisme *Fixed Rate Tender*. Sementara itu lelang SBI tenor lain yaitu 3 bulan tampaknya sekedar

menjadi referensi bagi penghitungan Surat Berharga Negara (SBN) jenis *variable*.⁵⁶ Dalam kondisi demikian, likuiditas yang diproyeksikan dan eksekusi penyerapannya dalam operasi moneter seolah-olah menjadi sama dengan operasi moneter di era kuantitas (*base money*).

Adapun peran *standing facilities* menjadi sangat minor dan skim-nya sering diubah karena memang belum ada intensi untuk menjaga suku bunga pasar uang. *Pertama*, terdapat periode dimana tidak terdapat eksplisit koridor.⁵⁷ Untuk itu instrumen *fine tune operations* (FTO) diaktifkan lebih sering⁵⁸ dengan tenor dan rate yang bervariasi⁵⁹. Namun, aktivasi instrumen ini tidak mampu menggantikan peran koridor suku bunga secara penuh karena filosofi "*standing*" tidak dimiliki FTO yang operasionalisasinya diinisiasi oleh bank sentral. Diantara periode tersebut, tidak adanya *standing deposit facilities* (FASBI O/N) yang selama ini berfungsi sebagai batas bawah dari pergerakan suku bunga PUAB O/N sempat menimbulkan tekanan ke nilai tukar. Hal ini dikarenakan *risk adjusted return*⁶⁰ penempatan di PUAB menjadi sangat rendah bahkan negatif sehingga ditengah tingginya ekspektasi depresiasi diindikasikan mendorong terjadinya *currency switching* dari rupiah ke valas sehingga menimbulkan tekanan yang semakin besar terhadap nilai tukar yang memang sudah tertekan pada waktu itu.⁶¹

Kedua, terdapat periode dimana koridor tidak simetris yaitu lebih lebar di bawah. Menurut Goodhart (2009) lebar koridor mencerminkan intermediasi bank sentral dengan mendaya upayakan neracanya. Oleh karena itu, kondisi koridor yang tidak simetris tersebut dapat diartikan bahwa di satu sisi bank sentral berupaya mendorong pelaku pasar untuk saling meminjamkan likuiditas diantara mereka ketimbang menempatkan dananya di bank sentral. Sementara itu, di sisi lain lebih sempitnya koridor atas (*standing lending facility*) menunjukkan insentif yang mendukung pelaku pasar untuk meminjam ke bank sentral. Namun, mengingat bahwa pembentukan koridor asimetri pada waktu itu lebih dilatarbelakangi oleh

⁵⁶ Asih dan Widayat (Desember 2005), "Meletakkan peran SBI 3 Bulan dalam Kerangka Kebijakan Moneter Berbasis Suku Bunga"

⁵⁷ 17 Februari 2005 – 7 Februari 2006.

⁵⁸ Asih dan Widayat (Juli 2005). "Peran *Fine Tune Operations* dan *Standing Facilities* dalam Manajemen Moneter dengan BI Rate sebagai Respon Kebijakan Moneter : Suatu Kajian Awal".

⁵⁹ Rentan menimbulkan *mixed sigyal* khususnya manakala rate FTO tersebut ditetapkan tidak melalui mekanisme lelang (*fix rate*)

⁶⁰ *Risk adjusted return* adalah level suku bunga, *return* atau *yield* setelah memperhitungkan risiko (volatilitas) suku bunga, *return* atau *yield* tersebut.

⁶¹ Asih dan Widayat (September 2005). "*Fine Tuning Kontraksi O/N Setiap Hari, Masih Perlukah?*"

argumen kondisi pasar uang yang mengalami eksekusi likuiditas maka akses terhadap *standing lending facility* dibatasi.⁶² Hal ini bertolak belakang dengan prinsip yang disampaikan Bindseil (2004) bahwa sejatinya pemanfaatan *standing facility* tidak boleh dibatasi karena pembatasan sudah melalui mekanisme harga (misalnya 1% di atas *target rate*).

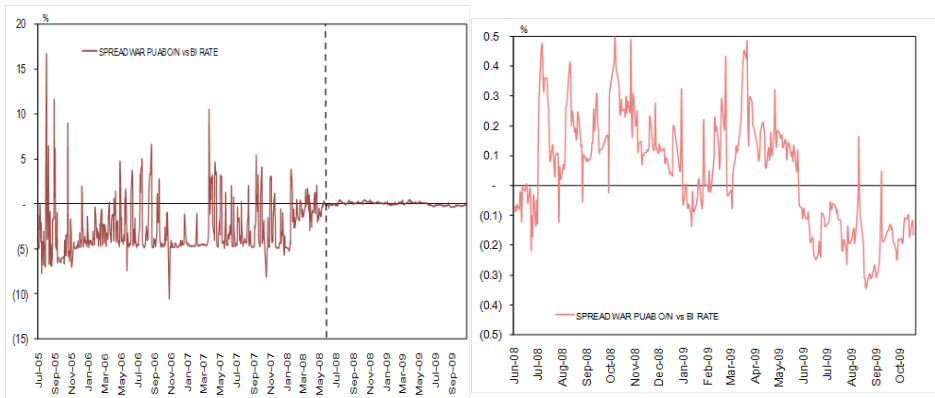
Pada periode penetapan koridor asimetris yang lebih lebar di bawah, yang terjadi adalah praktik arbitrase khususnya pada bank-bank yang memiliki reputasi baik. Hal ini dimungkinkan karena suku bunga PUAB O/N hampir selalu berada di bawah BI Rate, meskipun fluktuatif. Beberapa bank yang memiliki keahlian manajemen likuiditas yang lebih baik dan memiliki akses yang luas di pasar uang (*goodname banks*) menggunakan kesempatan ini untuk melakukan arbitrase atau '*gapping*' yaitu meminjam dana di PUAB untuk ditempatkan di SBI. Sumber dana bank asing di PUAB terutama berasal dari bank yang relatif memiliki akses terbatas di pasar uang dan memiliki LDR tinggi sehingga harus memelihara likuiditas untuk berjaga-jaga setiap hari untuk menghindari *mismatch*. Bagi *goodname banks*, hal yang demikian sangat menguntungkan sehingga justru berpotensi mengurangi eksposur penempatan aset yang lebih berperan bagi perekonomian (kredit atau SUN).

Menimbang berbagai kondisi yang terjadi pada tahap awal tersebut maka sejak awal 2008 penyempurnaan kerangka operasional kebijakan moneter untuk mengubah sasaran operasional menjadi suku bunga PUAB O/N mulai dirintis. Tujuan dari penyempurnaan tersebut adalah untuk mengurangi distorsi transmisi kebijakan moneter yang bersumber dari tingginya fluktuasi dan perbedaan level suku bunga PUAB O/N dengan BI Rate sehingga membentuk struktur suku bunga jangka pendek yang curam. Dengan penyempurnaan diharapkan risiko likuiditas dapat diminimalkan, mendorong fungsi intermediasi dan pada gilirannya kondusif dalam mendukung pembentukan pasar uang yang stabil, kuat dan efisien sebagai salah satu prasyarat bagi berlangsungnya transmisi kebijakan moneter yang baik. Penyempurnaan yang dilakukan pada periode transisi ini dilakukan secara gradual dan meliputi seluruh jenis dan skim operasi moneter, yang antara lain mencakup perubahan metode lelang SBI, lebih mengaktifkan peran FTO dengan mengintroduksi suatu bentuk koridor operasional, perbaikan *standing facilities*

⁶² Jumlah maksimum SBI yang dapat direpokan < 100% bahkan sempat mencapai hanya 25%.

baik dari sisi besaran maupun mekanismenya.⁶³ Dengan implementasi berbagai hal tersebut maka tampak bahwa suku bunga PUAB O/N mulai merangkak naik menuju level BI Rate (Grafik V.4) dengan volatilitas yang menurun (Grafik V.5). Kondisi demikian memungkinkan proses perubahan sasaran operasional yang lebih *smooth*.

Grafik 5.4. Spread WAR PUAB vs BI Rate
Grafik 5.5. Spread WAR PUAB vs BI Rate



Pada akhirnya, sejak 9 Juni 2008 suku bunga PUAB O/N resmi ditetapkan sebagai *operating target*, menggantikan suku bunga SBI 1 bulan. Sebagai konsekuensinya, peran SBI dimurnikan menjadi semata-mata alat untuk menyeimbangkan kondisi likuiditas. Patut dicatat, bahwa dalam kondisi pasar uang yang mengalami kelebihan likuiditas, OPT secara *net* masih bersifat menyerap (kontraksi) sesuai dengan proyeksi likuiditas. Namun bedanya, pada tahapan ini penyerapan SBI dilakukan pada *rate* yang 'dibentuk' pasar sebagaimana *yield* surat berharga lain seperti SUN dan obligasi korporasi. Menimbang kedalaman pasar uang yang masih terbatas, segmentasi, dan manajemen risiko internal maka Bank Indonesia tidak dapat sepenuhnya melepaskan pembentukan harga SBI kepada pasar atau menjadi *fully price taker* dalam tiap kali lelang SBI. Untuk itu, sejak 12 Juni 2008

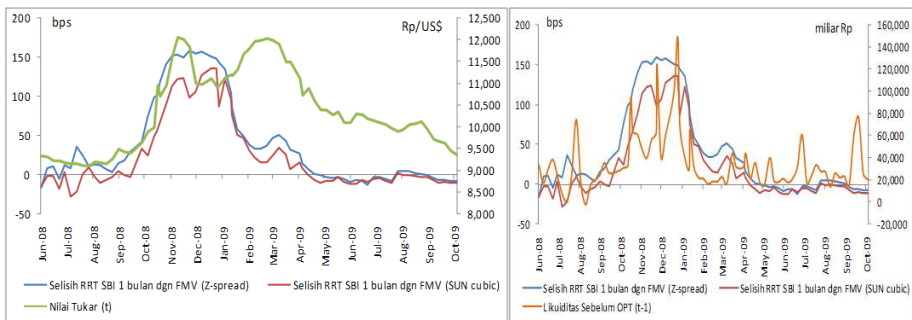
⁶³ Antara lain mencakup waktu operasional, besaran kolateral, dan jenis surat berharga yang dapat dijadikan kolateral yaitu tidak hanya SBI melainkan juga SUN.

diintroduksi penghitungan *fair market value* (FMV) sebagai salah satu acuan dalam penentuan *rate* 'wajar' SBI hasil lelang.

Penghitungan FMV menggunakan pendekatan finansial dan matematis tertentu yang memungkinkan diekstraksi suatu harga teoritis tertentu untuk tenor SBI tertentu dari berbagai instrumen yang saat ini tersedia di pasar, khususnya SBN. Sesuai kondisi sebagaimana disampaikan sebelumnya, keberadaan FMV mutlak diperlukan dalam pemutusan pemenang lelang namun demikian FMV tidak serta merta menjadi satu-satunya acuan. Keberadaan *judgement* khususnya dalam kondisi pasar uang saat ini, masih dipandang penting. Untuk itu, proses pengkinian dan asesmen terhadap metode penghitungan FMV perlu terus dilaksanakan sehingga peran *judgement* dapat diminimalkan. Pada derajat tertentu, keberadaan *judgement* tetap diperlukan agar proses lelang tidak menjadi terlalu mekanistik namun diupayakan tetap konsisten untuk tidak mengirim sinyal kebijakan dari kegiatan lelang itu sendiri. Hasil pengamatan awal terhadap FMV mengindikasikan bahwa peran *judgement*⁶⁴ telah semakin minimal (Grafik V.6 dan V.7). Hasil analisis grafis mengindikasikan bahwa meningkatnya kadar *judgement* (sebagaimana tampak dari naiknya selisih antara *rate* aktual hasil lelang dengan FMV) dipicu secara bersama-sama, baik oleh kondisi likuiditas maupun nilai tukar.

Grafik 5.6. Selisih RRT SBI 1bl dengan FMV & NT

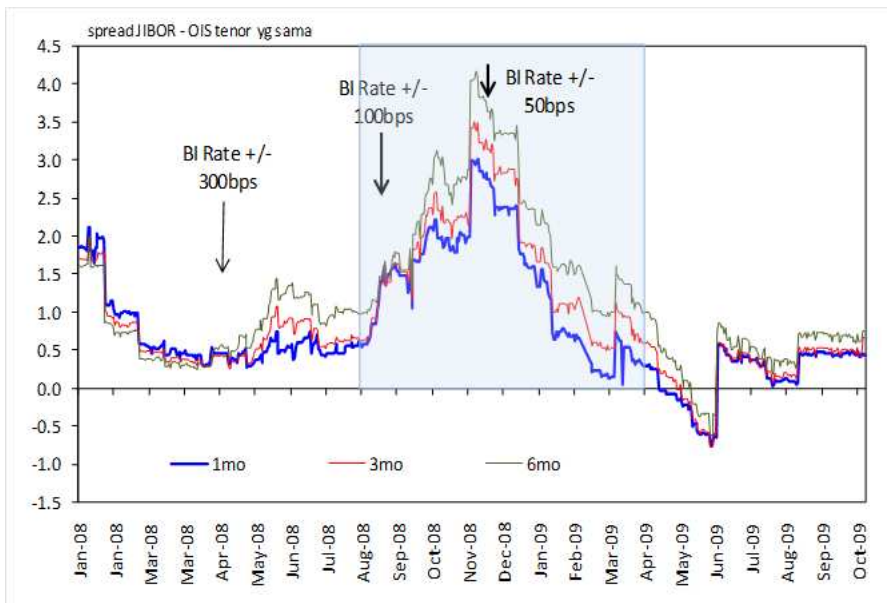
Grafik 5.7. Selisih RRT SBI 1bl dgn FMV & Liq



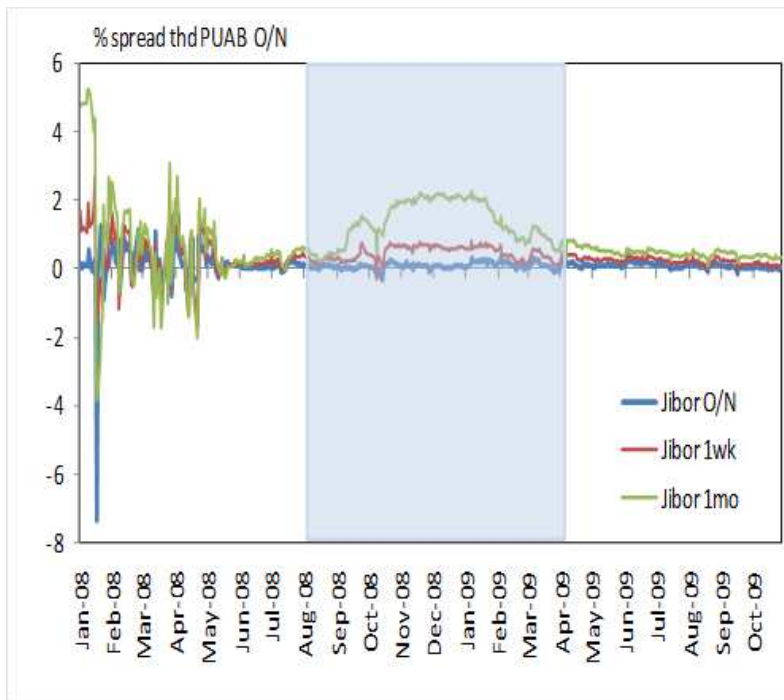
⁶⁴ *Judgement* didefinisikan secara sederhana dari selisih (*spread*) antara rata-rata tertimbang (RRT) aktual SBI hasil lelang dengan hasil FMV pada periode yang sama.

Selanjutnya untuk mengoptimalkan OPT dan meningkatkan transparansi kebijakan maka Bank Indonesia mulai menginformasikan proyeksi likuiditas harian sejak Oktober 2008. Peran FTO semakin dioptimalkan⁶⁵ -- ditengah *standing facilities* yang masih cukup lebar -- berhasil membawa suku bunga PUAB O/N bergerak di sekitar BI Rate dengan deviasi yang sangat minimal (Grafik V.2). Upaya menjaga kecukupan likuiditas di pasar uang melalui OPT disamping terlihat pada suku bunga PUAB O/N juga tampak pada menipisnya *liquidity effect* di pasar uang. Pada tahapan awal dan transisi tampak bahwa perkembangan PUAB O/N dapat dijelaskan dengan baik oleh kondisi likuiditas akhir hari. Pada tahap terkini khususnya sejak awal tahun 2009, suku bunga bergerak menurun terlepas dari likuiditas akhir hari yang relatif stabil (Grafik V.8).

Grafik 5.8. Spread JIBOR vs OIS



⁶⁵ Yang dioperasikan dalam koridor operasional atau lazim juga disebut koridor maya.

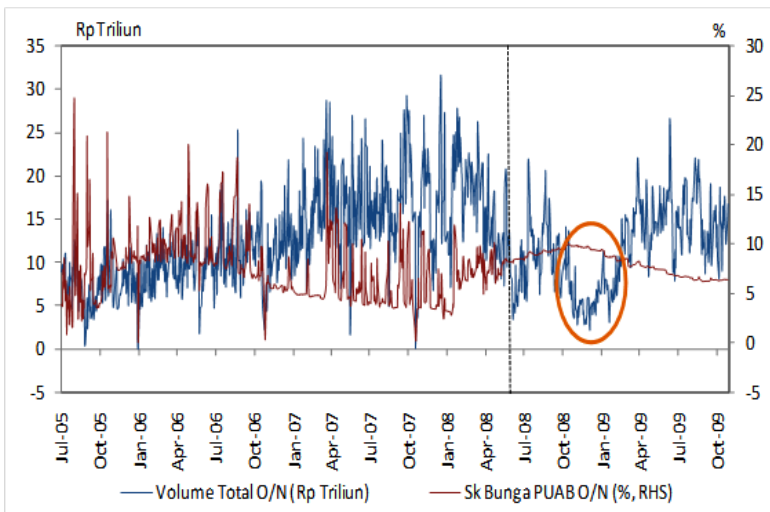
Grafik 5.9. Spread JIBOR vs PUAB O/N


Selanjutnya, semakin menguatnya krisis keuangan global yang berimbas pada naiknya risiko dan segmentasi di pasar uang domestik direspons oleh kebijakan menyempitkan *standing facilities*. Naiknya risiko tersebut antara lain dicerminkan oleh melebarnya selisih suku bunga pasar uang terhadap suku bunga PUAB O/N dan menurun drastisnya volume PUAB (Grafik V.6, 7 dan 8). Dengan penyempitan *standing facilities*, diharapkan bank-bank yang mengalami kesulitan mengakses likuiditas di pasar uang dapat memenuhi *mismatch* jangka pendeknya ke bank sentral dengan *rate* yang lebih murah dari sebelumnya. Mulai Desember 2008 *standing facilities* tercatat sebesar BI Rate +/- 50 bps, sejalan dengan kondisi BI Rate yang juga menurun.

Adapun sejak awal Juni 2009 suku bunga PUAB O/N cenderung rendah dan bergerak menjauhi BI Rate. Hal ini terkait dengan penghapusan FTK O/N sehingga suku bunga PUAB O/N bergerak lebih dekat dengan koridor bawah FASBI O/N. Kebijakan ini didasari pemikiran untuk meminimalkan "intervensi" Bank Indonesia

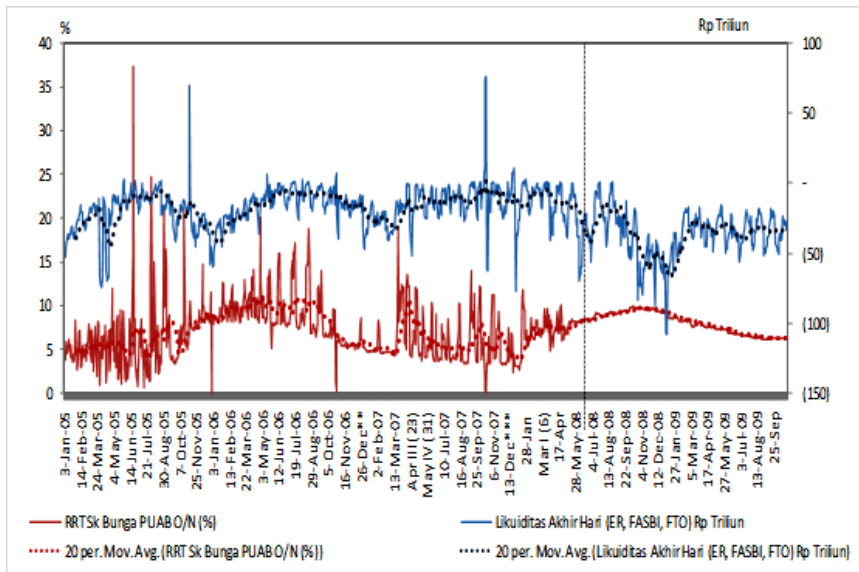
dalam *price discovery* di pasar uang sehingga suku bunga yang terbentuk sesuai dengan kondisi pasar yang mengalami eksekusi likuiditas. Namun demikian, hal ini sedikit bertentangan dengan esensi operasi moneter untuk membawa suku bunga pasar uang sedekat mungkin dengan *policy rate*, sehingga beberapa diskusi mengindikasikan bahwa kebijakan ini ditempuh agar suku bunga PUAB O/N menurun dan kemudian dapat mendorong penurunan suku bunga kredit dan pada gilirannya intermediasi perbankan. Sehubungan tersebut, hasil asesmen mengindikasikan bahwa selisih antara suku bunga PUAB O/N dengan BI Rate dalam 1 tahun terakhir masih dalam batas kewajaran dengan rata-rata *relative spread* +/- 25% dan 28% dalam 3 bulan terakhir⁶⁶. Namun, terdapat kecenderungan volatilitas *relative spread* yang persisten. Secara empiris, volatilitas *relative spread* yang persisten akan cenderung mendistorsi efektivitas bekerjanya pasar serta menekan persepsi positif pelaku pasar, sehingga berpotensi mengganggu kredibilitas kebijakan moneter ke depan. Hal ini terutama terkait dengan substansi komunikasi yang telah disampaikan ke publik bahwa Bank Indonesia akan menjaga suku bunga PUAB O/N di sekitar BI Rate.

Grafik 5.10. Volume dan Suku Bunga PUAB O/N



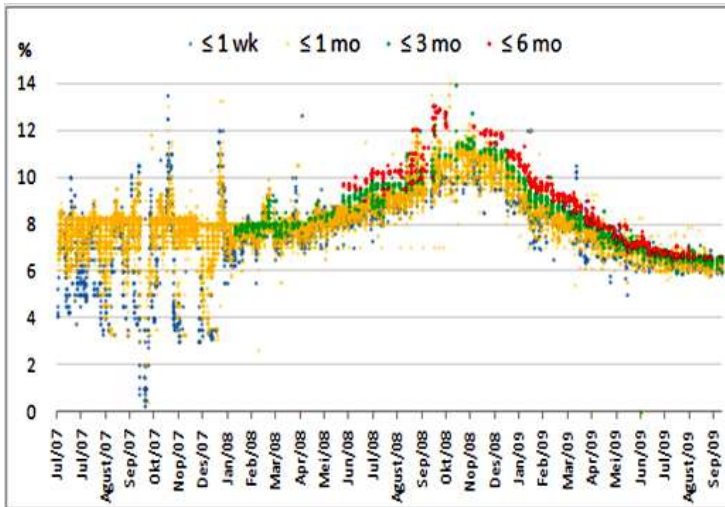
⁶⁶ Toleransi penyimpangan pada *best practices* beberapa bank sentral adalah +/- 20%.

Grafik 5.11. WAR Sk Bunga PUAB O/N & Likuiditas Akhir Hari

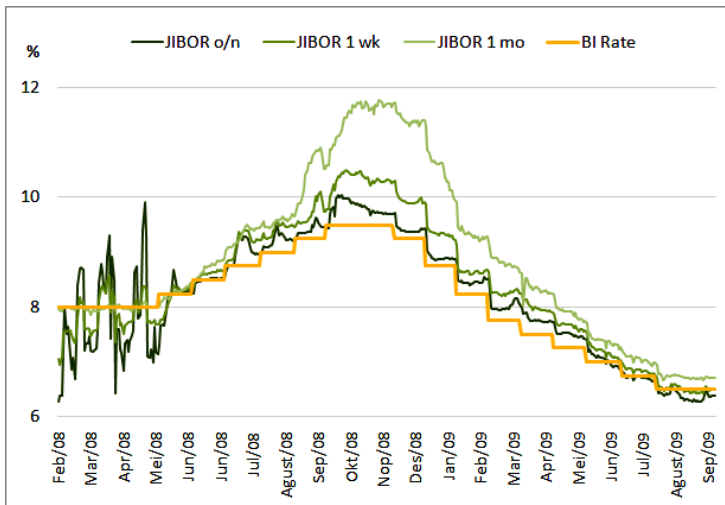


Dalam perkembangannya, seiring dengan semakin dalamnya tekanan krisis keuangan global, operasi moneter dituntut tidak hanya sekedar untuk mengimplementasikan kebijakan moneter tetapi juga berkontribusi menjaga stabilitas sistem keuangan (Tucker 2009). Aplikasi dari tantangan ini dicontohkan oleh bank sentral dunia seperti RBA, The Fed dan BOE yang menyediakan berbagai fasilitas non konvensional untuk memecah kebuntuan transaksi di pasar uang. Dengan pertimbangan tersebut maka sejak Desember 2008 mulai dirilis berbagai variasi instrumen di luar *day-to-day* instrumen standar yang ada selama ini. Instrumen tersebut adalah FTE tenor 14 hari, 1 bulan dan 3 bulan. Kehadiran berbagai instrumen tersebut diharapkan memberikan jaminan likuiditas yang lebih baik kepada perbankan, terlepas dari apakah instrumen tersebut digunakan atau tidak. Data menunjukkan bahwa setelah instrumen tersebut diluncurkan, perkembangan suku bunga PUAB semakin terkendali khususnya untuk tenor di atas O/N. Meskipun volume transaksi relatif tipis, perbankan memposisikan suku bunga FTE 14 hari dan 30 hari sebagai *ceiling rate* untuk transaksi yang berjangka waktu relatif sama.

Grafik 5.12. Sk Bunga SBI di Pasar Sekunder



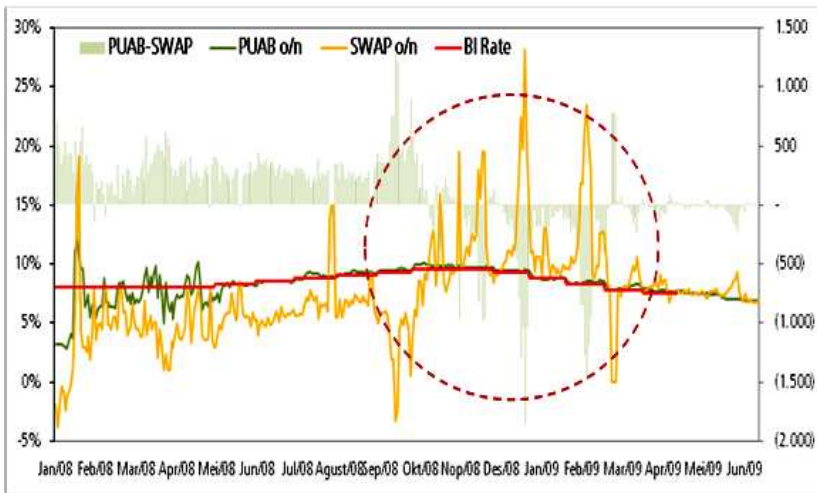
Grafik 5.13. JIBOR dan BI Rate



Penguatan kerangka operasional kebijakan moneter juga mempengaruhi perkembangan beberapa indikator lain di pasar uang, Di pasar sekunder SBI, tampak bahwa pembentukan suku bunga SBI berbagai tenor bergerak dengan

lebih stabil (Grafik V.12). Sementara JIBOR berbagai tenor bergerak searah dengan BI Rate yang dibarengi deviasi yang semakin menyempit (Grafik V.13). Hasil pengamatan juga menunjukkan bahwa upaya penguatan kerangka operasional dengan menjaga suku bunga PUAB O/N berimplikasi positif pada membaiknya stabilitas premi *swap* (Grafik V. 14).

Grafik 5.14. Sk Bunga PUAB O/N, Swap O/N, dan BI Rate

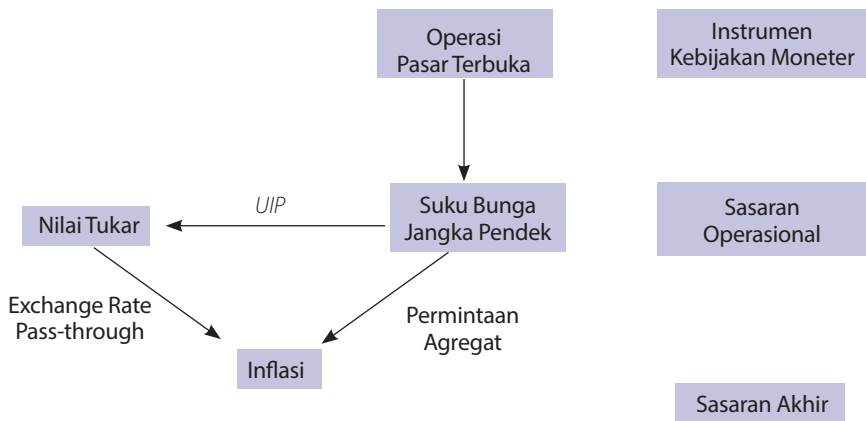


5.2. Pengembangan Instrumen Moneter di Pasar Valuta Asing

Sebagaimana diketahui, beberapa pandangan dalam literatur tentang ITF secara umum masih memberikan peran terbatas kepada nilai tukar dalam penerapan strategi kebijakan moneter. Studi yang ada lebih mengangkat peran suku bunga sebagai instrumen kebijakan moneter, yang umumnya dirumuskan dengan memperhitungkan *feedback* atau respon kebijakan terhadap perkembangan inflasi dan pertumbuhan ekonomi, sebagaimana kaidah kebijakan a la *Taylor rule* (1993). Terbatasnya peran nilai tukar dalam strategi kebijakan moneter dalam ITF dilatari oleh dua argumen utama. Pertama, nilai tukar diyakini hanya merupakan salah satu jalur transmisi kebijakan moneter dalam memengaruhi sasaran akhir kebijakan moneter yaitu inflasi (Bagan 2). Keyakinan ini kemudian berimplikasi penempatan nilai tukar secara langsung dalam fungsi reaksi kebijakan moneter melengkapi

inflasi dan pertumbuhan ekonomi akan memberikan dampak berlebihan kepada sistem perekonomian (Taylor, 2001).

Bagan 5.2. Alur Pengaruh Nilai Tukar terhadap Inflasi



Sumber: Hufner, 2004

Kedua, penempatan nilai tukar sebagai instrumen langsung kebijakan moneter dapat mengurangi efektivitas kebijakan moneter. Dalam konteks ini, upaya bank sentral mengarahkan nilai tukar pada level tertentu dengan mengoptimalkan intervensi di pasar valas dapat menjadi kontraproduktif bagi kebijakan moneter karena menimbulkan dualitas sinyal kebijakan moneter yang membingungkan pelaku ekonomi (Svensson, 2001; Mishkin dan Schmidt-Hebbel, 2001). Kedua argumen di atas mengarahkan pada suatu perspektif mengenai peran terbatas nilai tukar dalam strategi kebijakan moneter dan merekomendasikan sistem nilai tukar mengambang bebas sebagai pilihan optimal bagi perekonomian yang menerapkan kebijakan moneter berbasis ITE.

Namun demikian, sebagaimana dijelaskan pada bagian awal penelitian ini (Bab 2. Perubahan Lingkungan Strategis dan Implikasinya pada Pelaksanaan Kebijakan Moneter di Indonesia), dapat dipahami bahwa asumsi mengenai peran terbatas nilai tukar dalam strategi kebijakan moneter di Indonesia adalah lemah. Hal ini mengingat pesatnya peningkatan aliran dana jangka pendek yang dalam

sistem keuangan yang semakin terintegrasi, yang disertai dengan struktur utang valas yang cukup besar, telah mengindikasikan mulai meningkatnya kontribusi *nominal shocks* terhadap pergerakan nilai tukar. Pada saat bersamaan, level inflasi yang masih tinggi juga semakin melemahkan peran nilai tukar sebagai *shock absorber*. Menimbang berbagai kondisi tersebut maka strategi kebijakan moneter yang diterapkan dengan menggunakan suku bunga sebagai instrumen utama kebijakan moneter tampaknya juga perlu diperkuat dengan strategi kebijakan lainnya di pasar valas, terutamanya kebijakan intervensi terukur di pasar valas yang dibarengi dengan sterilisasi (*sterilized intervention*).⁶⁷

Dalam konteks tersebut, apabila dilihat lebih secara operasional, terdapat dua jenis kebijakan utama yang dilakukan oleh Bank Indonesia dalam upaya mempengaruhi nilai tukar dan menjaga keseimbangan permintaan dan pasokan di pasar valuta asing, yaitu kebijakan intervensi dan kebijakan administratif. Kebijakan intervensi melibatkan transaksi bank sentral (atau konterparti bank sentral) dengan pelaku pasar valas baik secara *spot*, *forward*, maupun *swap*. Kebijakan intervensi mulai diatur pada April 2002⁶⁸. Sementara itu, kebijakan administratif lebih mengarah pada upaya pencatatan dan pengelolaan permintaan dan pasokan devisa seperti antara lain Pemenuhan Valas Korporasi, Pengaturan Pembelian Valas oleh Nasabah Kepada Bank, Pinjaman Luar Negeri Bank, Pembelian Wesel Ekspor Berjangka oleh Bank Indonesia, Perubahan Ketentuan Transaksi Derivatif, dan *Repo Global Bond* (Tabel V.1). Pengaturan pinjaman luar negeri bank diterapkan sejak Januari 2005, yang kemudian diperbaharui pada tahun 2008. Adapun kebijakan administratif yang lain dikeluarkan setelah Juli 2005.

⁶⁷ Disyatat and Galati (2005) berpendapat intervensi bank sentral di pasar valuta asing memberikan pengaruh psikologis terhadap pergerakan nilai tukar dan cukup efektif dalam jangka pendek mempengaruhi nilai tukar, terutama jika dibandingkan dengan respon melalui suku bunga. Sehubungan tersebut maka untuk kasus perekonomian Indonesia yang kecil dan terbuka, dengan kondisi fundamental yang belum begitu kuat dalam meredam gejolak eksternal, penerapan sistem nilai tukar yang sangat fleksibel cenderung memberikan tekanan depresiatif. Untuk itu, intervensi dianggap cukup efektif dalam mengelola ekspektasi depresiasi dan inflasi dalam jangka pendek, meskipun dalam jangka panjang pergerakan nilai tukar tetap dipengaruhi oleh faktor fundamental. Secara empiris, langkah tersebut sejalan dengan kecenderungan beberapa negara berkembang untuk menjauh dari pemahaman dasar dalam *impossible trinity* (*corner solutions*) menuju ke arah solusi yang lebih akomodatif.

⁶⁸ SE No. 4/14/2002 (Intern)

Tabel 5.1. Kebijakan Bank Indonesia Mengelola *Supply-Demand* Devisa

No.	PBI/SE	Pengelolaan	Kebijakan	Tujuan
1	SE No. 4/14/2002 (intern)	Supply-demand	Intervensi Valas	Meminimalkan volatilitas nilai tukar Rupiah
2	PBI No. 7/14/2005	Supply	Pembatasan Transaksi Rp dan Pemberian Kredit valas oleh bank	Membatasi kegiatan spekulatif oleh non-residen melalui non-internasionalisasi Rp
3	PBI No. 7/31/2005	Demand	Transaksi Derivatif	Meminimalkan risiko transaksi derivatif
4	PBI No. 7/36/2005	Demand	Transaksi Swap Lindung Nilai	Mendukung kegiatan investasi, khususnya di bidang infrastruktur
5	PBI No. 7/37/2005	Supply-demand	Posisi Devisa Netto (PDN)	Pengelolaan risiko transaksi valas oleh perbankan
6	PBI No. 10/20/2008	Supply	Menghapuskan ketentuan PLN jk pendek maks 30% dari modal bank	Memberi kelonggaran bagi perbankan menerima PLN jk pendek untuk likuiditas valas
7	PBI No. 10/21/2008	Supply-demand	Perubahan ke-5 PBI OPT	Meningkatkan efektivitas OPT di pasar valuta asing, terutama melalui FX Swap
8	PBI No. 10/22/2008	Demand	Pemenuhan Valas Korporasi	Mengurangi ketatnya likuiditas valas korporasi
9	PBI No. 10/28/2008	Demand	Pengaturan pembelian Valas oleh nasabah kepada bank	Meminimalkan pembelian valas yang bersifat spekulatif
10	PBI No. 10/34/2008	Supply	Pembelian Wesel Ekspor Berjangka oleh BI	Mengurangi ketatnya likuiditas valas untuk pembiayaan ekspor
11	PBI No. 10/37/2008	Demand	Transaksi valas thd Rp	Meminimalkan risiko transaksi valas thd Rp
12	PBI No. 11/4/2009	Supply	Repo Global Bond	Kepastian ketersediaan valas di PUAB

Secara umum, kebijakan intervensi di pasar *spot* cukup efektif dalam menyeimbangkan permintaan di pasar valas. Hal tersebut ditunjukkan oleh peran intervensi yang cukup berhasil mengurangi gejolak rupiah terutama pada periode normal. Sebelum terjadinya krisis keuangan global, mulai Januari sampai akhir September 2008, intervensi berhasil mengurangi volatilitas harian rupiah dari 6.42% menjadi 5.89%. Sementara ketika terjadi krisis global mulai akhir September 2008, intervensi hanya mampu meredam volatilitas selama periode waktu yang pendek menimbang sangat kuatnya tekanan eksternal. Namun demikian, patut dicatat bahwa terlepas dari efektivitasnya, di satu sisi intervensi (jual) berkonsekuensi menurunkan jumlah cadangan devisa. Kondisi demikian apabila terus berlanjut dapat dipersepsikan pasar sebagai hal yang negatif. Sementara di sisi lain, intervensi (beli) harus dinetralkan kembali melalui operasi moneter.

Sementara itu, kebijakan Pemenuhan Valas Korporasi bertujuan untuk memberikan kepastian tersedianya valas bagi korporasi domestik. Kebijakan ini menempatkan BI sebagai "*lender of the last resort*". Dalam perkembangannya, kebijakan ini tidak terealisasi dan lebih bersifat *announcement effect* mengingat aturan *rate pricing* yang tinggi dan perilaku historis korporasi domestik yang

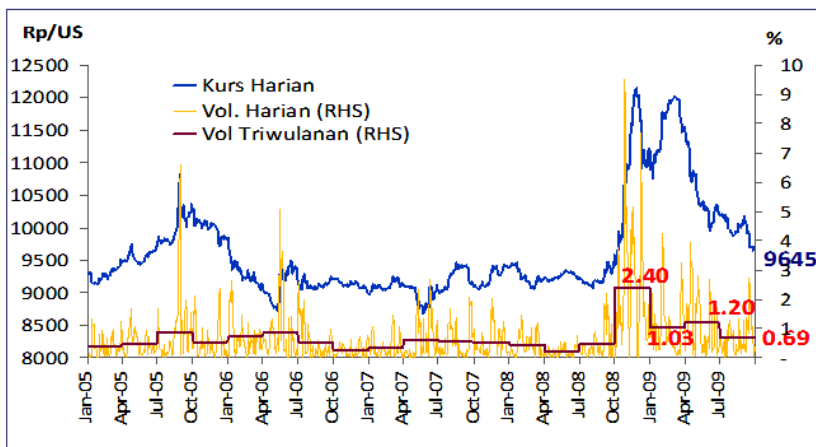
cenderung menahan valas mereka seiring dengan ekspektasi depresiasi rupiah. Untuk memenuhi kebutuhan rupiah, korporasi lebih memilih untuk melakukan *swap sell-buy* dibandingkan menjual valas mereka di pasar *spot*. Sementara itu kebijakan Pengaturan Pembelian Valas oleh Nasabah Kepada Bank bertujuan untuk meminimalkan transaksi valas untuk tujuan spekulatif. Dengan ketentuan ini pihak-pihak termasuk nasabah ritel yang tidak memiliki *eksposure/underlying* terkait dengan pasar keuangan, didorong untuk tidak melakukan spekulasi valas. Saat ini peraturan dimaksud dipandang cukup efektif mengurangi tekanan terhadap rupiah sebagaimana ditunjukkan oleh menurunnya jumlah pembelian valas nasabah perorangan yang menurun apabila dibandingkan dengan total pembelian secara *gross*.

Yang perlu dicatat juga adalah bahwa sejalan dengan penetapan kebijakan Pinjaman Luar Negeri Bank dalam rangka menjaga kemantapan neraca pembayaran, dan kestabilan moneter (fluktuasi nilai tukar), maka ketentuan bahwa PLN jangka pendek hanya sebesar maksimal 30% dari modal bank dihapus. Pelonggaran ini berguna untuk mengatasi keketatan likuiditas saat itu sehingga ketentuan ini seharusnya bersifat sementara (diperlukan suatu *exit policy*).

Sementara itu, kebijakan pembelian Wesel Ekspor Berjangka oleh BI dilatarbelakangi oleh krisis keuangan global di akhir 2008 yang juga turut memberi tekanan pada nilai tukar rupiah. Tekanan ini berdampak pada keterbatasan likuiditas bank dalam penyediaan pembiayaan ekspor. Dengan demikian dibentuklah fasilitas ini sehingga pembelian wesel ekspor berjangka dapat dilakukan oleh BI melalui penyediaan likuiditas bagi eksportir (melalui Bank) dengan tujuan untuk mengurangi ketatnya likuiditas pembiayaan ekspor. Namun demikian, menimbang bahwa saat ini pangsa volume LC Usance relatif kecil, dampak ketentuan ini belum terlalu signifikan. Adapun kebijakan perubahan ketentuan Transaksi Derivatif bermula dari terdapatnya indikasi peningkatan transaksi derivatif yang direkayasa sebagai '*structured product*' sehingga dapat berdampak sistemik serta membahayakan stabilitas sistem keuangan dan moneter. Kebijakan ini dipandang efektif dalam meningkatkan kehati-hatian operasional perbankan khususnya terkait dengan transaksi derivatif. Sementara itu, kebijakan membuka *repo global bond* ditujukan untuk menambah likuiditas *global bond* Indonesia. Saat ini terdapat 19 bank yang memegang *global bond* Indonesia dengan nilai total USD 6 miliar.

Berdasarkan paparan diatas, secara umum berbagai kebijakan yang ditempuh oleh Bank Indonesia sejak Juli 2005 cukup efektif memengaruhi rendah dan terjaganya volatilitas nilai tukar rupiah (dibawah kisaran 1%). Volatilitas nilai tukar hanya meningkat tajam pada triwulan IV-2008 akibat terjadinya krisis keuangan global yang mengakibatkan aliran modal ke luar dari negara-negara *emerging markets*. Hal ini sempat menekan rupiah sekaligus meningkatkan volatilitas yang melonjak menjadi 2.4% (Grafik V.15).

Grafik 5.15. Volatilitas Rupiah



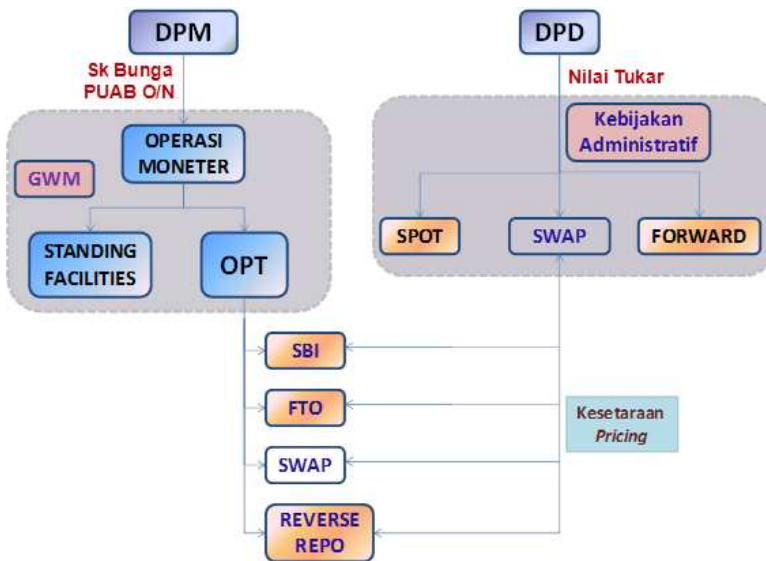
Kegiatan Bank Indonesia di pasar valas khususnya intervensi berpengaruh pula terhadap likusiditas di pasar uang. Begitu pula dengan instrumen *foreign exchange* (FX) *swap*⁶⁹ yang lebih diarahkan untuk pengayaan instrumen untuk mendukung manajemen likuiditas di pasar uang⁷⁰. Sehubungan tersebut maka dalam operasionalisasinya, kegiatan transaksi valas yang berpengaruh ke likuiditas Rupiah yang dilakukan oleh Direktorat Pengelolaan Devisa (DPD) selalu dikomunikasikan serta dikoordinasikan baik secara harian, maupun dalam forum khusus regular yang lazim disebut "*Open Market Committee*" (OMC). Forum ini mengadakan rapat

⁶⁹ Instrumen FX *swap* mulai digunakan sejak Februari 2009 dan sampai saat ini volume transaksi relatif minimal dibanding transaksi di *spot* maupun OPT (hanya sekitar US\$ 7 miliar).

⁷⁰ Masih terdapat *dispute* terkait fungsi FX Swap apakah semata untuk manajemen likuiditas Rupiah atau juga untuk stabilitas nilai tukar.

setiap hari Selasa (pra OMC) dan Rabu (OMC atau rapat keputusan hasil lelang SBI). Dengan koordinasi antara DPD dan DPM yang demikian maka upaya proyeksi likuiditas dan pelaksanaan operasi moneter harian menjadi lebih optimal dalam upaya manajemen likuiditas perbankan. Diluar dari informasi terkait likuiditas, hal lain yang perlu mendapat perhatian adalah upaya menyelaraskan *rate* yang terbentuk dari instrumen FX Swap (*premi swap*) dengan *rate* dari instrumen OPT untuk tenor yang sama. (Lihat Bagan V.2)

Bagan 5.2. Keterkaitan Tugas Pengelolaan Pasar Rupiah dan Valas



5.3. Pengayaan Instrumen Pasar Utang Jangka Panjang dan *Financial Deepening*

Sebagaimana dipahami, bank sentral berkepentingan besar untuk ikut serta dalam menciptakan infrastruktur bagi bekerjanya pasar dalam bentuk ikut aktif dalam bertransaksi maupun menciptakan infrastruktur yang mendukung berfungsinya pasar uang dengan baik (*market functioning*). Sehubungan tersebut maka sebagaimana telah diungkapkan dimuka, operasi moneter tidak saja sekedar

diarahkan untuk mencapai suku bunga PUAB O/N melainkan juga mendukung pembentukan pasar yang *deep*, efisien, stabil. Untuk mencapai tujuan tersebut, upaya bank sentral dalam menyediakan *regulatory environment* dan infrastruktur pasar seperti fasilitasi penyusunan *Master Repo Agreement* (MRA) dan ke depan *General Master Repo Agreement* (GMRA) merupakan salah satu langkah penting. Disamping itu, upaya memperluas basis konterparti khususnya untuk transaksi *repo* dan menambah jenis kolateral yang dapat diterima oleh bank sentral juga memberi insentif bagi pelaku pasar dalam pengembangan produk pasar keuangan.

Sementara itu dalam hal pengkayaan instrumen pasar keuangan, keberadaan surat berharga berjangka lebih dari satu tahun sangat dibutuhkan dalam operasi moneter. Hal ini tidak hanya terkait secara khusus dengan upaya menyerap eksekusi likuiditas yang berjumlah besar, melainkan juga untuk mendukung proses *financial deepening* di pasar uang dan mekanisme transmisi kebijakan moneter. Melalui operasi moneter yang menggunakan surat berharga tenor satu tahun atau lebih maka *locking period* dari eksekusi likuiditas struktural dapat diperpanjang, sehingga operasi moneter akan tetap dan semakin efektif meskipun tidak selalu *cost efficient*. Surat berharga jangka lebih dari satu tahun tersebut dapat berupa instrumen yang diterbitkan pemerintah maupun bank sentral. Dan pada dasarnya tidak menjadi masalah sebab dampaknya secara finansial terhadap neraca publik secara konsolidasi adalah sama. Namun demikian patut dicermati bahwa saat ini penerbitan surat berharga tenor 1 tahun (Surat Perbendaharaan Negara atau SPN) oleh Pemerintah belum dominan. Hal ini mengingat kondisi *cash management* Pemerintah yang masih memerlukan perbaikan terus menerus sehingga preferensi penerbitan SUN masih diutamakan untuk tenor yang lebih panjang.

Keberadaan UU No. 23 Tahun 1999, sebagaimana diamandemen dengan UU No. 6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia telah memberikan peluang bagi Bank Indonesia untuk dapat membeli SUN di pasar primer dalam rangka operasi moneter. Pembelian SUN di pasar primer juga dapat dilakukan dalam rangka pemberian fasilitas pembiayaan darurat oleh Pemerintah. Dengan demikian, Bank Indonesia dapat membeli SUN baik di pasar sekunder ataupun di pasar primer, khusus di pasar primer harus dalam kerangka kebutuhan operasi pengendalian moneter. Terkait dengan hal tersebut, kajian pembelian SUN⁷¹ dan penggunaan

⁷¹ Staff Paper DKM (2003), "Kajian Penggunaan Surat Utang Negara (SUN) Sebagai Instrumen Moneter Yang Efektif dan Efisien"

SUN sebagai instrumen moneter⁷² telah dilakukan sejak tahun 2003. Namun realisasi pembelian SUN baru dilakukan pada 2005 yang dipicu oleh situasi pasar reksa dana yang mengalami *redemption* besar-besaran khususnya untuk reksa dana yang berbasiskan SUN. *Redemption* ini menyebabkan harga SUN mengalami koreksi tajam sehingga untuk mengurangi tekanan lebih jauh maka Bank Indonesia masuk pasar menjadi pembeli *outright* di pasar sekunder. Kegiatan ini kemudian diistilahkan sebagai *building stock*.

Namun demikian, sesuai praktik yang dilakukan oleh berbagai bank sentral lain, penggunaan SUN sebagai instrumen moneter ternyata tidak mensyaratkan agar bank sentral memiliki/membeli SUN terlebih dahulu.⁷³ Hal ini karena SUN dapat menjadi kolateral bagi transaksi *repo* dengan bank sentral dan dalam kondisi ini pemanfaatan SUN sudah dapat dikategorikan sebagai instrumen moneter.⁷⁴ Disamping itu dalam kondisi pasar uang yang mengalami kelebihan likuiditas struktural, pembelian SUN serta merta menimbulkan tambahan likuiditas permanen yang harus diikuti dengan penyerapan kembali secara *regular* melalui penerbitan SBI. Oleh karena itu maka istilah ‘penggantian’ SBI dengan SUN sebagaimana amanat UU No 1 tahun 2004 tidak dapat dicapai melalui *building stock*. SUN sebagai instrumen moneter lebih sebagai pelengkap (komplemen) dari SBI. Lebih lanjut untuk mendayagunakan SUN yang telah dimiliki, sejak Februari 2009 Bank Indonesia mulai dilakukan aktivasi instrumen *reverse repo* SUN sebagai instrumen penyerapan likuiditas.

Asesmen awal menunjukkan bahwa terhadap peran SUN sebagai instrumen operasi moneter masih rendah. Dalam pemanfaatannya sebagai piranti ekspansi (*repo*), terbatasnya penggunaan SUN terkait dengan kondisi perbankan yang secara umum mengalami eksese likuiditas. Sementara untuk piranti kontraksi (*reverse repo*),

⁷² Sebagaimana amanat UU No. 23/1999 tentang Bank Indonesia pasal 55 ayat (4), sebagaimana diamandemen dengan UU No. 6 tahun 2009 dan UU Perbendaharaan Negara No. 1/2004 pasal 71

⁷³ Sebenarnya Bank Indonesia memiliki Surat Utang Pemerintah namun jenisnya *nontradables* sehingga tidak dapat ditransaksikan sebagai instrumen moneter. Pembelian SUN di pasar Sekunder juga dikaitkan dengan UU No. 1/2004 pasal 71 tentang Perbendaharaan Negara terkait pemberian jasa giro kepada dana Pemerintah di bank sentral, yang sesuai ketentuan tersebut mulai dilaksanakan pada saat penggantian SBI dengan SUN sebagai instrumen moneter sejak tahun 2005. Oki tujuan pembelian SUN di pasar sekunder menjadi semakin berkembang, tidak saja mencakup konteks pengkayaan instrumen OPT melalui pengkayaan *eligible asset* dalam operasi moneter, melainkan juga untuk membantu memperbaiki manajemen portofolio Bank Indonesia dan *financial deepening* khususnya pendalaman pasar SUN.

⁷⁴ Sejak 1 Februari 2008 SUN telah menjadi salah satu *eligible asset* dalam transaksi *repo* yang bersifat ekspansi baik via instrumen FTE maupun *standing lending facilities O/N*

minimnya penggunaan *reverse repo* SUN ditengarai terkait dengan rendahnya minat pelaku pasar dan ketidaksesuaian tenor dengan kebutuhan perbankan. Sementara itu dari sisi pendalaman pasar, dimungkinkannya transaksi *repo* dengan SUN dipandang positif dalam hal penyediaan infrastruktur pasar. Namun demikian, transaksi *outright* khususnya pada waktu Bank Indonesia melakukan pembelian SUN (*building stock*) dapat dipersepsikan belum sejalan dengan upaya menahan laju pertambahan ekspek likuiditas dan berpotensi mengganggu *price discovery*, khususnya pada saat BI masuk pasar. Disamping itu, transaksi secara *outright* kurang mendukung upaya pendalaman pasar SUN. Kendati demikian, isu pembelian SUN secara *outright* di pasar sekunder masih sapat terus berkembang, khususnya manakala pembelian tersebut mengedepankan upaya meningkatkan peran Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas sistem keuangan.

Terlepas dari bahasan manfaat SUN dalam *financial deepening* dan transmisi kebijakan, substansi penggunaan SUN sebagai instrumen moneter tidak dapat dilepaskan dari konteks biaya operasi moneter yang semakin tinggi akibat kelebihan likuiditas struktural di pasar uang.⁷⁵ Penggantian SBI dengan SUN akan mengalihkan biaya operasi moneter ke APBN (*burden sharing*). Cara-cara yang dapat ditempuh untuk hal tersebut tanpa menambah likuiditas di pasar uang antara lain melalui mekanisme *add-on*, konversi utang Pemerintah kepada bank sentral, atau rekapitalisasi bank sentral.⁷⁶ Seluruh cara dimaksud mensyaratkan adanya koordinasi politis di tingkat *high level* antara Pemerintah dan bank sentral. Hal ini mengingatkan apapun cara yang dipilih akan menambah beban fiskal ditengah kondisi fiskal yang belum sepenuhnya *sustained* khususnya dari sisi pembiayaan.

Indikasi lemahnya sisi pembiayaan fiskal antara lain tampak pada berbagai wacana yang cukup menantang seperti upaya “melibatkan” bank sentral dalam

⁷⁵ Hal ini terlebih dengan dibayarkannya renumerasi terhadap rekening Pemerintah di Bank Indonesia sejak awal tahun 2009. Sementara sesuai UU No. 1 /2004 tentang Perbendaharaan Negara pasal 71 ayat (1) pemberian bunga dan atau jasa giro (terhadap dana Pemerintah di bank sentral) mulai dilaksanakan pada saat penggantian SBI dengan SUN sebagai instrumen moneter.

⁷⁶ Pada skim *add-on*, Pemerintah akan menerbitkan SUN semata-mata untuk kepentingan kebijakan moneter. Sementara itu konversi utang Pemerintah dapat dilakukan melalui (1) mengubah utang menjadi surat berharga (SUN), atau (2) mengubah surat utang Pemerintah di neraca bank sentral dari yang sifatnya surat utang *non tradable* dengan bunga rendah menjadi *tradable* dengan suku bunga pasar. Adapun rekapitalisasi bank sentral khususnya dilakukan manakala bank sentral terus merugi sehingga Pemerintah harus menginjeksi dana yang dapat berupa surat utang sebagaimana rekapitalisasi perbankan pasca krisis 97/98.

pembiayaan defisit. Baik dalam bentuk *private placement*⁷⁷ maupun melalui lelang di pasar primer.⁷⁸ Berbagai kondisi ini pada gilirannya berpotensi menjauhkan kebijakan moneter dari optimalnya. Sehubungan tersebut pengelolaan moneter termasuk pengayaan penggunaan instrumen surat utang jangka panjang di masa kini tidak hanya seputar sisi taktis dalam lingkup pelaksanaan kebijakan moneter, melainkan juga multi dimensi karena sulit dipisahkan dengan lingkup stabilitas pasar keuangan (termasuk stabilitas keuangan bank sentral) dan dapat berimplikasi politis dan strategis yang apabila tidak ditangani dengan bijak dapat menyulut risiko reputasi bagi kemampuan Bank Indonesia dalam pelaksanaan tugasnya. Bahkan dalam tataran isu yang lebih besar yaitu manajemen aset dan kewajiban dari neraca Republik Indonesia secara keseluruhan.

5.4. Kesimpulan

Berdasarkan pengamatan empiris, dapat disimpulkan bahwa memasuki lima tahun usia penerapan ITF di Indonesia telah tercatat beberapa perkembangan positif terkait dengan penataan kerangka kerja operasional, terutama berkaitan dengan perubahan dan penyempurnaan skim, yang telah beberapa kali dilakukan. Hal tersebut terjadi sesuai dengan pemahaman yang terus berkembang dan situasi terkini yang terjadi di perekonomian. Pada tahap awal, rancangan operasi moneter yang menggunakan SBI 1 bulan sebagai sasaran operasional terbukti menimbulkan berbagai dampak negatif terhadap beberapa indikator di pasar uang dan tidak kondusif bagi berlangsungnya transmisi kebijakan moneter. Di samping itu di sisi taktis membuka peluang bagi perubahan skim instrumen yang sangat dinamis. Oleh karena itu, sejalan dengan penyempurnaan yang dilakukan secara bertahap hingga saat ini, baik pada penetapan suku bunga PUAB O/N sebagai sasaran operasional, maupun efisiensi pengelolaan koridor *standing facilities*, tatanan kerangka operasional kebijakan moneter saat ini relatif sudah berkembang dengan baik sesuai dengan pemikiran teoritis maupun *best practices* di negara-negara yang menggunakan kebijakan moneter berbasis suku bunga.

⁷⁷ BKM. Catatan Pembelian SPN di Pasar Primer oleh Bank Indonesia (*Private Placement*). 6 Januari 2009.

⁷⁸ telah diimplementasi sejak Mei 2008 sesuai PMK No.50/PMK.8/2008 tentang Lelang SUN di Pasar Perdana tanggal 11 April 2008, dimana Bank Indonesia hanya dapat membeli SUN dalam bentuk SPN dengan skim penawaran non competitive.

Selain itu, dalam kondisi perekonomian yang terbuka dan dampak *passthrough* nilai tukar terhadap inflasi yang masih cukup besar, upaya menjaga stabilitas dan juga level nilai tukar menjadi penting meskipun sejatinya negara penerap ITF umumnya juga menerapkan sistem nilai tukar mengambang bebas. Sehubungan tersebut maka kegiatan pengelolaan moneter tidak saja semata-mata terkait dengan implementasi BI Rate di pasar uang rupiah melainkan juga berupaya menjaga stabilitas nilai tukar dengan berbagai macam kebijakan. Sejalan dengan pengembangan instrumen pasar valuta asing, interaksi dan koordinasi kebijakan di pasar uang rupiah dan valuta asing sejauh ini berlangsung semakin baik, terutama pada kebijakan sterilisasi dan *FX Swap*.

Namun demikian, implementasi kebijakan moneter saat ini dan ke depan dihadapkan pada berbagai tantangan yang sangat kompleks, di tengah berlangsungnya krisis keuangan global, yang berpotensi menurunkan efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter. Krisis keuangan global pada akhirnya berimplikasi bahwa operasi moneter tidak hanya semata untuk mengimplementasikan kebijakan moneter tetapi juga dikondisikan untuk turut menjaga stabilitas sistem keuangan, sehingga respons kebijakan moneter juga perlu dilakukan dan disertai dengan pengembangan instrumen-instrumen moneter di luar standar keyakinan selama ini. Terkait dengan hal tersebut, kondisi pasar uang domestik saat ini secara struktural juga masih mengalami eksès likuiditas, sehingga meningkatkan potensi kompleksitas pengelolaan moneter lebih lanjut. Dari sisi lain, persistensi dari permasalahan eksès likuiditas tersebut berimplikasi pada permasalahan efisiensi biaya operasi moneter dan sustainabilitas keuangan Bank Indonesia.



Halaman ini sengaja dikosongkan

BAB 6

KOORDINASI KEBIJAKAN

Bagaimana kerangka kerja dan mekanisme koordinasi kebijakan moneter dengan kebijakan ekonomi lain? Bagaimana koordinasi kebijakan dalam konteks stabilitas moneter dan sistem keuangan? Bagaimana koordinasi dalam pelaksanaan kebijakan moneter di tingkat daerah? Potensi permasalahan apa yang muncul dalam koordinasi kebijakan?

6.1. Kerangka Kerja dan Mekanisme Koordinasi Kebijakan Moneter

Secara teoritis maupun empiris, keberhasilan penerapan ITF harus didukung oleh penguatan koordinasi kebijakan bank sentral dengan kebijakan ekonomi lain secara berkelanjutan.⁷⁹ Koordinasi kebijakan ini dibutuhkan mulai dari tataran koordinasi kebijakan makroekonomi hingga koordinasi kebijakan di tataran operasional untuk mengatasi berbagai hal permasalahan struktural yang dapat mengganggu pencapaian sasaran inflasi yang ditetapkan.

Dalam tataran strategis kebijakan makroekonomi, koordinasi kebijakan diperlukan untuk mencari keseimbangan antara upaya mendorong pertumbuhan ekonomi sebagai sasaran utama kebijakan fiskal dan upaya menjaga stabilitas harga sebagai sasaran kebijakan moneter. Dalam kondisi ini, kebijakan moneter dan fiskal perlu dikelola atau dikoordinasikan sedemikian rupa agar stimulus yang dihasilkan oleh kedua kebijakan tersebut dapat diarahkan untuk mempengaruhi perekonomian, dalam artian tidak saling meniadakan atau bahkan menimbulkan pengaruh yang berlebihan, sehingga dapat mendukung pencapaian stabilitas harga dan pencapaian neraca pembayaran yang sehat secara bersama-sama. Dalam tataran praktis, koordinasi kebijakan moneter dan fiskal menjadi semakin penting manakala terdapat ketidakpastian yang tinggi dari pengaruh masing-masing kebijakan (Blinder, 1982). Pentingnya koordinasi kebijakan dalam situasi ini dicontohkan dalam kasus di banyak negara maju dan negara berkembang pada awal tahun 2000-an ketika perekonomian dunia menunjukkan kelesuan

⁷⁹ Sebagaimana telah diyakini, kebijakan moneter dan fiskal mempunyai peranan yang sangat strategis dalam rangka stabilisasi perekonomian, yaitu melalui penyeimbangan permintaan agregat dan penawaran agregat. Dalam hal ini, terdapat konsensus yang terus berkembang belakangan ini mengenai peran relatif antara kebijakan moneter dan fiskal serta pentingnya dilakukan kebijakan terpadu moneter-fiskal (*monetary-fiscal policy mix*). Kecenderungan yang terjadi dewasa ini adalah penggunaan *rules-based frameworks*. Dalam kebijakan fiskal dikenal adanya *fiscal policy rule*, misalnya melalui disiplin anggaran dengan penetapan persentase defisit anggaran tertentu dan dalam kebijakan moneter terdapat kecenderungan penerapan *inflation targeting framework* (ITF).

yang berlarut, dimana terdapat ketidakpastian yang cukup tinggi dari pengaruh kebijakan yang telah diambil, sementara dari sisi moneter tingkat suku bunga sudah ditekan sedemikian rendahnya. Kebijakan yang dilakukan secara parsial dan bertahap cenderung akan semakin meningkatkan ketidakpastian dan risiko, yang dapat mendorong penurunan kinerja perekonomian lebih lanjut. Untuk itu, banyak ahli ekonomi yang menyarankan strategi yang sebaiknya ditempuh adalah koordinasi kebijakan dan penggunaan berbagai instrumen kebijakan secara lebih agresif untuk mendukung efektivitas kebijakan yang diambil (Mohanty and Scatigna, 2004).

Dalam tataran operasional, koordinasi perlu ditempuh untuk menghilangkan ataupun mengurangi beberapa hambatan struktural yang dapat mengganggu upaya pencapaian stabilitas makroekonomi secara keseluruhan. Sebagai gambaran awal adalah penguatan koordinasi kebijakan antara bank sentral dan Pemerintah dimaksudkan untuk meminimalkan tekanan inflasi dari kenaikan *administered prices* dan *volatile foods*. Perkembangan empiris di Indonesia menunjukkan bahwa perkembangan inflasi barang kelompok *administered* dan *volatile food* cukup dominan mempengaruhi pergerakan inflasi IHK, baik melalui jalur *first round* maupun melalui *second round* kepada inflasi inti. Dalam ruang lingkup lebih luas koordinasi di sini adalah koordinasi untuk mengurangi berbagai permasalahan rigiditas di sisi penawaran agregat yang dapat menghambat efektivitas kebijakan moneter dalam mengendalikan inflasi. Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi rigiditas di sektor penawaran agregat ini antara lain seperti masalah efisiensi dan kualitas pelayanan birokrasi (ekonomi biaya tinggi), ketidakharmonisan regulasi pusat dan daerah, pembelanjaan fiskal untuk pembangunan yang terhambat di daerah, infrastruktur jalan dan pasokan energi yang kurang memadai serta skills tenaga kerja yang rendah. Gambaran terkini tentang koordinasi di tingkat operasional ini adalah berangkat dari dampak krisis keuangan global saat ini yaitu koordinasi kebijakan moneter dan kebijakan fiskal dengan kebijakan stabilitas sistem keuangan. Krisis keuangan global 2008-2009 menunjukkan stabilitas sistem keuangan sangat mempengaruhi kesinambungan stabilitas makroekonomi secara keseluruhan.

Dari perspektif pelaksanaan kebijakan moneter, aspek hukum yang melandasi kerangka kerja koordinasi kebijakan antara Bank Indonesia dan pemerintah sudah dinyatakan secara tegas dalam Undang Undang. Sebagaimana disebutkan pada Bab

3, berdasarkan Undang-Undang Nomor 23 Tahun 1999, sebagaimana telah diubah dengan Undang-Undang Nomor 6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia, Pasal 10, Bank Indonesia berwenang menetapkan sasaran moneter dengan mengacu pada sasaran laju inflasi yang ditetapkan oleh Pemerintah setelah berkoordinasi dengan Bank Indonesia. Di satu sisi, hal ini akan meningkatkan kepemilikan dan dukungan Pemerintah dan publik terhadap sasaran inflasi yang ditetapkan dan kejelasan mandat kepada Bank Indonesia untuk mengarahkan kebijakan moneter pada sasaran inflasi tersebut. Namun, di sisi lain, tuntutan akuntabilitas dan transparansi kepada Bank Indonesia dalam pencapaian sasaran inflasi tersebut maupun dalam pelaksanaan kebijakan moneter akan semakin besar. Hal ini merupakan konsekuensi logis kejelasan hubungan *principal* (pemerintah) dan *agent* (Bank Indonesia) dalam pemberian mandat dan independensi untuk pencapaian sasaran inflasi sebagai tujuan akhir kebijakan moneter. Implikasi yang muncul dari kondisi tersebut adalah pentingnya peran koordinasi kebijakan antara Bank Indonesia dengan pemerintah dalam mendukung kesuksesan penerapan ITF.

Selain itu, pada pasal 55, ayat 1, disebutkan bahwa dalam hal Pemerintah menerbitkan surat-surat utang negara, Pemerintah wajib terlebih dahulu berkonsultasi dengan Bank Indonesia. Dari perspektif pelaksanaan kebijakan moneter, pasal ini dapat diterjemahkan pembiayaan fiskal defisit harus memperhatikan tujuan akhir kebijakan moneter berupa stabilitas rupiah. Dalam ayat 4 pasal yang sama disebutkan BI dilarang membeli surat-surat utang negara di pasar primer, kecuali surat utang Negara berjangka pendek yang diperlukan untuk operasi pengendalian moneter. Pasal tersebut merupakan suatu upaya pencegahan agar pemerintah tidak membiayai fiskal defisit secara langsung dari bank sentral yang dapat berdampak terhadap peningkatan laju inflasi. Berdasarkan Undang Undang Bank Indonesia tersebut terlihat bahwa koordinasi kebijakan moneter dan fiskal telah diatur cukup baik, seperti terdapat pembatasan pembiayaan fiskal defisit yang berasal dari Bank Indonesia. Selain itu, dalam penetapan inflasi sebagai tujuan akhir dari BI, Pemerintah berkoordinasi dengan BI.

Sementara itu, dari perspektif pelaksanaan kebijaksanaan fiskal, pengaturan koordinasi antara kebijakan moneter dan kebijakan fiskal secara eksplisit juga dituangkan dalam tatanan legal dengan disahkannya Undang Undang nomer 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara. Pasal 21 dalam UU tersebut menyatakan bahwa Pemerintah Pusat dan bank sentral berkoordinasi dalam penetapan dan

pelaksanaan kebijakan fiskal dan moneter. Lebih lanjut lagi pada pasal 12 UU tersebut, untuk mengangkat masalah disiplin fiskal bagi pemerintah pusat dan daerah, Undang Undang tersebut juga mengatur batas maksimum defisit fiskal serta pinjaman. Defisit pemerintah pusat dan daerah, masing-masing tidak diperkenankan melebihi batas maksimum 3% dari PDB dan PDRB. Selanjutnya, pinjaman pemerintah pusat dan pemerintah daerah masing-masing juga tidak diperkenankan melebihi threshold 60% dari PDB dan PDRB. Pasal 23 UU tersebut juga menjamin aspek prudensial dari pinjaman luar negeri, dimana seluruh hibah maupun pinjaman harus mendapat persetujuan dari parlemen. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa UU No.17 Tahun 2003 adalah bentuk legal kewajiban koordinasi antara kebijakan moneter dan kebijakan fiskal dan sekaligus menjamin tidak hanya adanya tata kelola anggaran yang sehat, namun juga konsern pada upaya untuk menjaga kestabilan ekonomi makro.

Dalam tataran implementatif, mekanisme koordinasi kebijakan dalam mendukung pencapaian sasaran inflasi dijabarkan dalam beberapa upaya bersama antara pemerintah dan Bank Indonesia. Dalam Keputusan Menteri Keuangan – Keputusan Menteri Keuangan No.1 Tahun 2008 tentang Penetapan Sasaran Inflasi Tahun 2008, 2009, dan 2010 -- dinyatakan bahwa pengendalian inflasi akan dilakukan dalam suatu forum yang dikoordinasi oleh Menko Perekonomian, yang beranggotakan Menteri Keuangan, Gubernur BI, Menteri Perdagangan, dan menteri-menteri terkait. Keputusan ini merupakan penguatan langkah pengendalian inflasi yang telah dituangkan dalam Kesepakatan (MoU) antara Pemerintah dan Bank Indonesia tanggal 1 Juli 2004 tentang Mekanisme Penetapan Sasaran, Pemantauan, dan Pengendalian Inflasi di Indonesia.

Selain itu, terdapat mekanisme koordinasi kebijakan antara pemerintah dan Bank Indonesia dalam penentuan asumsi indikator untuk penghitungan APBN. Dalam konteks pengelolaan makroekonomi, penentuan dan koordinasi asumsi APBN ini menggambarkan upaya menyatukan pandangan tentang arah kebijakan yang akan ditempuh. Hal ini mengingat asumsi-asumsi yang digunakan dalam APBN tersebut secara konseptual akan konsisten dengan tujuan mendorong pertumbuhan ekonomi dan menjaga stabilitas makroekonomi. Koordinasi kebijakan juga dilakukan melalui pertemuan berkala antara Menteri-Menteri di bidang perekonomian dan Dewan Gubernur Bank Indonesia. Pertemuan dimaksud membahas berbagai permasalahan dan sinergi kebijakan yang diperlukan untuk

mempercepat pertumbuhan ekonomi dan memperkuat stabilitas makroekonomi. Koordinasi kebijakan seperti ini semakin memperkuat koordinasi yang telah berjalan erat antara kebijakan fiskal dan kebijakan moneter dalam berbagai aspek, seperti dalam penetapan sasaran inflasi, asumsi-asumsi makro untuk APBN, maupun aspek yang lain.

Mekanisme koordinasi juga diterapkan oleh pemerintah dan Bank Indonesia dalam mengendalikan tekanan inflasi yang berasal dari daerah. Hal ini mengingat bahwa pengendalian inflasi dari sisi pasokan dan distribusi barang antar daerah sangat signifikan memengaruhi inflasi nasional. Oleh karenanya, upaya mengendalikan inflasi tak cukup apabila hanya dilakukan di pusat, namun juga harus dilakukan di daerah-daerah di Indonesia. Sebagaimana koordinasi yang telah diwujudkan dengan membentuk Tim Koordinasi Penetapan Sasaran, Pemantauan dan Pengendalian Inflasi (TPI) di tingkat pusat sejak tahun 2005, sejak tahun 2008 pembentukan TPI diperluas sampai ke level daerah dengan membentuk TPI Daerah. Ke depan, koordinasi antara Pemerintah dan Bank Indonesia diharapkan akan semakin efektif dengan dukungan forum TPI baik pusat maupun daerah sehingga dapat terwujud inflasi yang rendah dan stabil yang bermuara pada pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Untuk mekanisme penguatan koordinasi kebijakan makroekonomi dengan kebijakan stabilitas sistem keuangan, beberapa langkah strategis telah ditempuh pada masa sebelum dan saat terjadi krisis keuangan global terakhir. Ketika dampak krisis keuangan global mulai menyentuh Indonesia, pada Oktober 2008 dikeluarkan Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang No. 4 tahun 2008 tentang Jaring Pengaman Sistem Keuangan sebagai landasan hukum yang kuat dalam rangka pencegahan dan penanganan krisis. Perpu itu merupakan amanat amandemen Undang-Undang Nomor 3 tahun 2004 tentang Bank Indonesia, tentang pengambilan keputusan dalam kondisi kesulitan keuangan yang berdampak sistemik dan mengantisipasi ancaman krisis keuangan global yang dapat membahayakan stabilitas sistem keuangan dan perekonomian nasional.

Bersamaan dengan dikeluarkannya Perpu mengenai JPSK, dibentuk pula Komite Stabilitas Sistem Keuangan yang beranggotakan Menteri Keuangan sebagai Ketua merangkap Anggota, serta Gubernur BI dan Komisioner Lembaga Penjamin Simpanan (LPS) sebagai Anggota. KSSK berfungsi menetapkan kebijakan dalam rangka pencegahan dan penanganan krisis. Dari perspektif

kelembagaan, keberadaan KSK ini merupakan penguatan kerangka koordinasi antara Bank Indonesia dan Pemerintah dalam mengatasi potensi ketidakstabilan sistem keuangan yang telah digalang sejak 2004, melalui pembentukan Forum Stabilitas Sistem Keuangan (FSSK). Dalam hal ini, pembentukan FSSK merupakan bagian dari upaya sistem keuangan, melalui kerjasama, koordinasi, dan pertukaran informasi antar lembaga-lembaga yang bertanggung jawab dalam penciptaan dan pemeliharaan stabilitas sistem keuangan.

6.2. Beberapa Potensi Permasalahan Koordinasi Kebijakan

Walaupun sudah terdapat kerangka kerja dan mekanisme yang mengaturnya, koordinasi kebijakan moneter dan fiskal dewasa ini masih menghadapi beberapa potensi permasalahan yang dapat menjadikan interaksi kedua kebijakan makroekonomi belum optimal dan berisiko mengurangi efektivitas mengendalikan tekanan inflasi. Kendala tersebut antara lain masih terkait dengan permasalahan rigiditas di sisi penawaran agregat dan pengaruh kuat perkembangan inflasi barang administred dan komoditi volatile food. Selain itu, kendala optimalisasi koordinasi kebijakan juga berhubungan dengan lingkungan dilema dari jenis instrumen moneter yang digunakan serta risiko kesinambungan fiskal.

Sebagaimana telah diuraikan pada bab-bab pendahuluan, permasalahan rigiditas struktural (*structural rigidity*) saat ini masih mengemuka dan menjadi hambatan mikrostruktural dalam menjaga stabilitas harga. Permasalahan tersebut secara umum merupakan pengaruh dari keterbatasan peningkatan investasi sejalan dengan iklim investasi yang belum kuat sehingga belum dapat mendukung secara optimal kebutuhan ekonomi. Permasalahn ini berkaitan dengan efisiensi dan kualitas pelayanan birokrasi (ekonomi biaya tinggi), ketidakharmonisan regulasi pusat dan daerah, pembelanjaan fiskal untuk pembangunan yang terhambat di daerah, infrastruktur jalan dan pasokan energi yang kurang memadai serta skills tenaga kerja yang rendah.

Permasalahan lain yang juga patut mendapat perhatian terkait dengan kondisi *structural rigidity* ini adalah dampak implementasi otonomi daerah yang disertai dengan desentralisasi fiskal. Untuk kasus Indonesia, Brodjonegoro et al. (2003) menunjukkan bahwa pertumbuhan pendapatan asli daerah (PAD) dan belanja rutin merupakan faktor yang mempengaruhi inflasi. Pertumbuhan PAD yang terlalu ekspansif dalam era otonomi daerah dapat memicu inflasi melalui

biaya melakukan usaha (*cost of doing business*) yang semakin tinggi sejalan dengan naiknya pungutan-pungutan untuk meningkatkan PAD. Sementara itu, belanja rutin yang tinggi dapat memicu terjadinya inflasi melalui peningkatan permintaan agregat sejalan dengan peningkatan belanja rutin. Dalam studi PPSK-BI bekerjasama dengan InterCAFE-IPB (2006) ditunjukkan juga bahwa desentralisasi telah mendorong permintaan agregat baik melalui peningkatan konsumsi maupun investasi. Secara keseluruhan, temuan Brodjonegoro *et al.* (2003) dan PPSK-BI bekerjasama dengan InterCAFE-IPB (2006) berimplikasi bahwa dengan adanya otonomi daerah maka tugas otoritas moneter dalam menjaga sasaran inflasi menjadi lebih berat karena sumber inflasi menjadi lebih menyebar dan lebih sulit dikontrol.

Potensi permasalahan struktural juga terkait dengan kemampuan kebijakan fiskal khususnya melalui subsidi dalam menyerap risiko gejolak kenaikan harga pada komoditas energi dan makanan khususnya *volatile food*. Hal ini antara lain terkait dengan peran subsidi BBM dan pengelolaan pasokan dan distribusi kebutuhan pokok dalam mempengaruhi pengendalian inflasi di Indonesia. Peran subsidi di kedua komoditas strategis ini sangat penting karena cukup dominan mempengaruhi dinamika inflasi di Indonesia sebagaimana disampaikan pada Bab III. Dalam hubungan dengan kendala ini maka koordinasi yang penting dilakukan adalah penyampaian informasi awal dari pemerintah khususnya terkait dengan rencana kebijakan *administered price* kepada Bank Indonesia. Penyampaian informasi ini diharapkan dapat mempermudah perencanaan dan koordinasi kebijakan dalam penentuan target dan pengendalian inflasi ke depan.

Permasalahan penting yang juga mengemuka dewasa ini adalah dampak penggunaan SBI sebagai instrumen OPT. Kondisi ini secara struktural dalam jangka menengah panjang akan membebani dan menempatkan kedua kebijakan makroekonomi tersebut dalam posisi dilematis. Upaya menyerap kelebihan likuiditas oleh Bank Indonesia yang konsisten dengan upaya pengendalian inflasi akan menimbulkan beban bagi neraca bank sentral dan perekonomian di masa mendatang. Beban bagi bank sentral adalah peningkatan biaya bunga SBI yang akan meningkatkan risiko neraca bank sentral. Beban ini kemudian dapat mengalir dan membebani kebijakan fiskal (APBN) jika risiko neraca bank sentral tersebut terus meningkat dan harus ditutupi oleh dana dari APBN. Dalam konteks perekonomian secara lebih luas, penggunaan SBI berpotensi memberikan tekanan

inflasi ke depan jika beban bunga riil SBI meningkat lebih besar dibandingkan pertumbuhan ekonomi. Salah satu opsi strategis yang dapat ditempuh untuk mengatasi permasalahan struktural ini adalah dengan mengganti instrumen OPT dari SBI menjadi SUN. Namun, hal tersebut diperkirakan belum dapat terwujud dalam waktu dekat mengingat adanya keterbatasan peran BI dalam pasar surat utang Negara saat ini, selain karena sejalan dengan amanat Undang Undang.

Permasalahan struktural lain yang juga mengemuka terkait dengan indikasi dominasi kebijakan fiskal dalam interaksi kebijakan fiskal dan moneter. Dominasi kebijakan fiskal ini antara lain tercermin dari respon keseimbangan primer terhadap perubahan stok hutang. Studi Mochtar (2004) mengindikasikan perkembangan keseimbangan primer setelah masa krisis 1997 kurang memadai dalam merespon peningkatan stok hutang. Respon yang banyak ditempuh pemerintah dalam upaya menurunkan stok hutang adalah dengan memanfaatkan simpanan pemerintah di Bank Indonesia. Respon ini bila terus berlanjut perlu mendapat perhatian karena dapat meningkatkan likuiditas perbankan dan perekonomian yang pada akhirnya dapat meningkatkan risiko ketidakstabilan makroekonomi.

Selain permasalahan-permasalahan tersebut, beberapa aspek teknis juga menjadi kendala upaya peningkatan efektivitas koordinasi kebijakan. Meski koordinasi di level teknis tetap dilakukan, permasalahan eksekusi kebijakan yang direkomendasikan oleh TPI dalam upaya pengendalian inflasi juga masih belum optimal. Hal ini dapat dipahami karena eksekusi tersebut membutuhkan koordinasi dengan departemen teknis yang terkait di Pemerintah. Kondisi ini berimplikasi perlunya pembentukan forum rapat koordinasi tingkat tinggi yang melibatkan Pemerintah dan Bank Indonesia.

6.3. Kesimpulan

Berdasarkan pengamatan empiris, dapat disimpulkan bahwa memasuki lima tahun usia penerapan ITF di Indonesia telah tercatat beberapa perkembangan positif dalam upaya Bank Indonesia untuk memperkuat koordinasi kebijakan. Dari perspektif pelaksanaan kebijakan moneter, aspek hukum yang melandasi kerangka kerja koordinasi kebijakan antara Bank Indonesia dan pemerintah sudah dinyatakan secara tegas dalam UU No. 3 Tahun 1999, sebagaimana diamandemen dengan UU No. 6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia. Dari perspektif pelaksanaan kebijaksanaan fiskal, pengaturan koordinasi antara kebijakan moneter dan

kebijakan fiskal secara eksplisit juga telah dituangkan dalam tatanan legal dengan disahkannya UU No. 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara. Sementara itu, dalam tataran implementatif, mekanisme koordinasi kebijakan dalam mendukung pencapaian sasaran inflasi dijabarkan dalam beberapa upaya bersama antara pemerintah dan Bank Indonesia, terutamanya dalam lingkup mekanisme penetapan sasaran, pemantauan, dan pengendalian inflasi di Indonesia. Koordinasi kebijakan makroekonomi dengan kebijakan stabilitas sistem keuangan juga diwujudkan dalam langkah strategis untuk penciptaan dan pemeliharaan stabilitas sistem keuangan pada masa sebelum dan saat terjadi krisis keuangan. Mekanisme koordinasi juga diterapkan oleh pemerintah dan Bank Indonesia dalam mengendalikan tekanan inflasi yang berasal dari daerah. Hal ini mengingat bahwa pengendalian inflasi dari sisi pasokan dan distribusi barang antar daerah sangat signifikan memengaruhi inflasi nasional.

Walaupun sudah terdapat kerangka kerja dan mekanisme yang mengaturnya, koordinasi kebijakan moneter dan fiskal dewasa ini masih menghadapi berbagai kendala yang menjadikan interaksi kedua kebijakan makroekonomi belum optimal. Kendala tersebut antara lain terkait dengan hubungan struktural bentuk interaksi kebijakan moneter fiskal itu sendiri. Kendala optimalisasi koordinasi kebijakan juga mengemuka terkait dengan lingkungan kondisi perekonomian yang belum sepenuhnya pulih dari permasalahan krisis serta beberapa permasalahan teknis dan operasional. Untuk itu, penguatan koordinasi antara Bank Indonesia dengan pemerintah perlu terus diupayakan dan dikomunikasikan ke publik bahwasanya di antara pemerintah dan Bank Indonesia terdapat kesamaan pandang dan komitmen dalam pencapaian sasaran inflasi jangka menengah-panjang. Hal ini mengingat masih adanya beberapa permasalahan struktural yang berpotensi mengganggu pencapaian sasaran inflasi ke depan.



BAB 7

KAPASITAS ANALISIS DAN PERMODELAN

Bagaimana kecukupan piranti permodelan dalam mendukung kemampuan forecasting dan pengambilan keputusan? Apakah analisis/riset berhasil dalam mengidentifikasi mekanisme transmisi kebijakan moneter, baik proses maupun faktor-faktor yang berperan, terutama dengan mengintegrasikan aspek makro-mikro (stabilitas makro dan stabilitas sistem keuangan) dalam kebijakan bank sentral? Sejauhmana pengembangan pemodelan policy rule dalam mengakomodir dinamika perekonomian? Sejauhmana kinerja survei inflasi dan indikator terkait dalam mendukung analisis dan perumusan kebijakan?

7.1. Piranti Analisis dan Permodelan Makroekonomi

Salah satu prasyarat penting dalam penerapan ITF adalah tuntutan akan kemampuan bank sentral dalam melakukan proyeksi inflasi dan analisis kebijakan makroekonomi yang andal yang bersifat *forward-looking*. Hal ini terutama terkait dengan kewajiban bank sentral untuk mengumumkan sasaran inflasi yang hendak dicapai kepada pelaku ekonomi dengan tujuan agar dapat digunakan sebagai jangkar (*nominal anchor*) dalam pembentukan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi. Adanya lag kebijakan moneter terhadap perekonomian menuntut kemampuan bank sentral untuk melakukan simulasi-simulasi tersebut sehingga pengendalian inflasi dapat dilakukan secara efektif menuju target inflasi yang telah ditentukan. Ketersediaan analisis kebijakan dan proyeksi inflasi yang akurat akan membantu membangun kredibilitas kebijakan moneter bank sentral dalam mengarahkan pola pembentukan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi menuju target inflasi.

Dari sisi metodologi, analisis kebijakan dan proyeksi makroekonomi tersebut dapat dilakukan dengan menggunakan alat bantu berupa model ekonomi. Secara umum, struktur model makroekonomi yang dibangun untuk mendukung analisis kebijakan diarahkan untuk menangkap realita bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan dalam suatu perekonomian yang tercermin dari interaksi hubungan berbagai variabel ekonomi, termasuk variabel kebijakan, yang ada di dalamnya. Dengan demikian, berbagai blok dan transmisi yang ada di dalam model mencerminkan pola keterkaitan antar berbagai variabel makroekonomi yang relevan dalam konteks pengambilan kebijakan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Pola hubungan tersebut selanjutnya akan berfungsi sebagai latar

belakang analisis yang konsisten dalam penyusunan suatu kebijakan. Dengan kata lain, model ekonomi selain berfungsi sebagai alat klarifikasi kebijakan yang dilakukan, juga berguna sebagai alat informasi bagi pelaku ekonomi.

Sebagaimana dikemukakan di atas, pada dasarnya terdapat dua tujuan utama dari pemodelan ekonomi makro yaitu: (i) menyusun proyeksi ekonomi (*economic projection*); dan (ii) menyusun analisis dampak kebijakan (*policy simulation*). Mengacu pada praktek permodelan yang dilakukan oleh berbagai bank sentral yang menganut ITF, model makroekonomi yang andal harus memenuhi berbagai karakteristik. *Pertama*, model mampu mencerminkan karakteristik struktur perekonomian dan mampu menghasilkan analisis komprehensif determinan utama inflasi. *Kedua*, model merepresentasikan bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter ke berbagai sektor penting dalam perekonomian secara lengkap. *Ketiga*, sejalan dengan kerangka kebijakan ITF yang dianut model perlu dilengkapi dengan *policy rule*, misalkan *interest rate Taylor rule*, dan memasukkan sasaran inflasi dan mekanisme pembentukan ekspektasi yang eksplisit di dalamnya sehingga mampu menghasilkan berbagai analisis dampak kebijakan terhadap sasaran inflasi yang ditetapkan. *Keempat*, konsisten dengan teori yang mendasarinya. *Kelima*, mengingat karakteristik kebijakan moneter yang bekerja dalam horison jangka panjang maka model yang digunakan seyogyanya mempunyai kondisi *steady state* yang “*well defined*” dan dapat menghasilkan proyeksi/analisis jangka panjang yang konsisten.

Model ekonomi yang diarahkan untuk *economic projection* biasanya bercirikan jangka pendek dan memakai banyak data historis (*time series*) yang diolah dengan metode ekonometrik. Model ekonometrika dapat diandalkan untuk memproyeksi variabel ekonomi jangka pendek (satu triwulan atau satu tahun ke depan), namun estimasi keterkaitan antar variabel yang dihasilkan tidak dapat dipakai sebagai patokan untuk mengevaluasi suatu kebijakan (*policy simulation*). Hal ini karena asumsi model ekonometrik tradisional bahwa keterkaitan antar variabel, tercermin dari nilai parameter yang diestimasi berdasarkan data historis, bersifat konstan untuk jangka panjang. Hubungan konstan tersebut diperoleh dari data historis masa lampau, yang sebenarnya melupakan adanya unsur ekspektasi pelaku ekonomi yang dapat berubah berdasarkan informasi baru yang diterima dan perubahan kebijakan. Dengan berubahnya ekspektasi pelaku ekonomi, keterkaitan

antar variabel di atas akan ikut berubah atau tidak lagi konstan, sehingga model ekonometrik tradisional sering terkena *Lucas Critique*.

Sedangkan *policy simulation* biasanya lebih bersifat jangka menengah dan panjang, sangat berorientasi teoritis dan kemampuannya untuk menjelaskan fenomena dunia nyata dapat divalidasikan dengan data historis. Salah satu model ekonomi yang dipakai untuk *policy simulation* ini dibangun berdasarkan fondasi mikro ekonomi, bersifat dinamis (*dynamic path*), disusun berdasarkan prinsip *general equilibrium*, dan dioperasikan dengan memasukkan shocks yang bersifat *stochastic* sehingga sering dikenal sebagai *Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE)*. Hasil simulasi model DSGE dikatakan baik dan konsisten apabila hasil simulasi tersebut mirip atau memiliki *property* yang sama dengan apa yang dicerminkan oleh data historis yang diolah oleh model ekonometrik.

Dalam praktek, biasanya terdapat *trade off* antara keakuratan proyeksi yang dihasilkan dari model ekonometrik dan simulasi kebijakan jangka menengah-panjang yang diperoleh dari model DSGE. Proyeksi yang dihasilkan dari model ekonometrik belum tentu sepadan dan searah dengan hasil yang dikeluarkan oleh simulasi model DSGE. Proyeksi jangka pendek berdasarkan *goodness of fit* yang baik dari model ekonometrik, belum tentu selaras dengan hasil simulasi model DSGE. Untuk meminimalkan *trade off* tersebut dalam dekade terakhir dikembangkan model *hybrid* yang berusaha mengkombinasikan karakteristik dari model ekonometrik dan model DSGE.⁸⁰ Namun demikian, masih terdapat kelebihan dan kelemahan masing-masing dari berbagai model tersebut sehingga dalam prakteknya sebagian besar bank sentral menggunakan berbagai model tersebut, termasuk Bank Indonesia.

Untuk Bank Indonesia, model-model yang digunakan saat ini cukup bervariasi dan dapat digolongkan sebagai berikut : (i) *core model* yang menggunakan model ekonometrika SOFIE, SSMX, dan MODBI; (ii) *optimizing / semi structural* model seperti BISMA/GEMBI dan ARIMBI yang berbasiskan DSGE dan model *hybrid*; (iii) model parsial dan *leading indicator* seperti BEER, Sectoral GDP, LII dan LIE yang berbasiskan ekonometrika; dan (iv) model deterministik SEMAR yang berbasiskan

⁸⁰ Bank sentral pertama yang membangun *hybrid model* adalah Bank of Canada dengan QPM Model yang dikembangkan oleh Coletti et al (1996), yang kemudian diikuti oleh Reserve Bank of New Zealand dengan FPS Model yang dikembangkan oleh Black et al (1997), dan Medium-Term Macro Model (MTMM) atau Macro Model (MM) yang dikembangkan oleh Bank of England (1999 dan 2000).

Computable General Equilibrium (CGE). Karakteristik dari berbagai model tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 7.1. Karakteristik Model Makroekonomi di Bank Indonesia

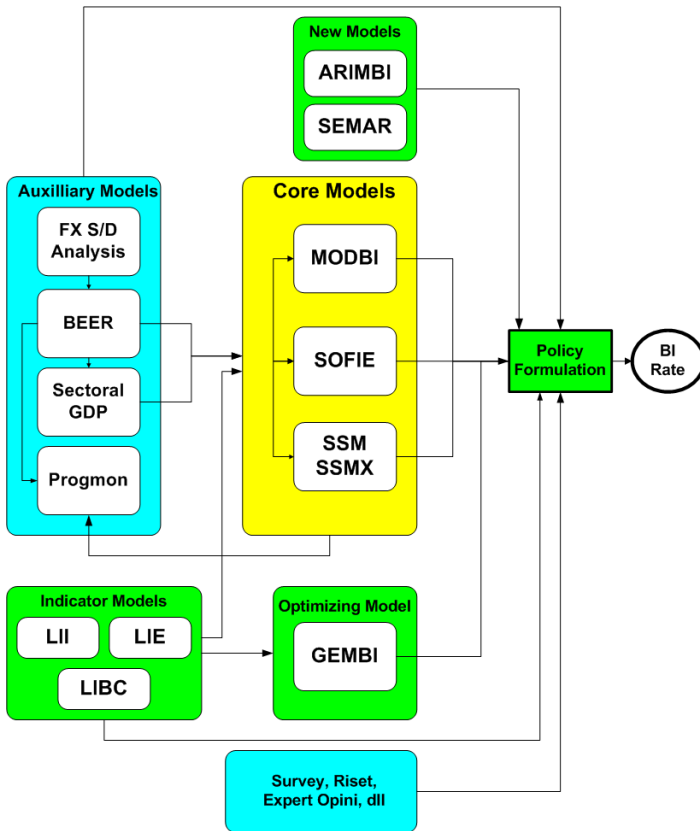
Model	Pengertian	Pendekatan	Mekanisme Transmisi	Output
SOFIE	- Merupakan model ekonometrik triwulanan - Berfungsi sebagai bagian dari <i>forecasting system</i>	- Pendekatan <i>Classic</i> dan <i>Keynesian synthesis</i>. - Terdapat 3 elemen utama: (1) <i>Classic aggregate supply (AS)</i>; (2) <i>Keynesian demand aggregate (AD)</i>; dan (3) <i>price adjustment theory</i>, dalam kasus dimana terdapat gap antara AS dan AD.	Jalur suku bunga, jalur nilai tukar, dan <i>balance sheet channel</i>	Proyeksi jangka pendek untuk inflasi, dan pertumbuhan PDB dan komponen PDB.
SSM-X	- Model ekonometrik dengan pendekatan <i>Augmented Phillips Curve</i> sebagai <i>reduced form</i> dari persamaan struktural model ekonomi makro - Berfungsi sebagai model proyeksi triwulanan - Model lebih sederhana, sehingga lebih <i>tractable</i>	- Pendekatan IS-LM <i>Phillip Curve</i> (<i>augmented Phillips Curve</i>) - Disagregasi komponen IHK menjadi <i>core inflation</i>, <i>volatile food</i> dan <i>administered price</i>	Jalur suku bunga, jalur nilai tukar, dan jalur ekspektasi	Proyeksi jangka pendek untuk inflasi dan komponen inflasi, nilai tukar, dan pertumbuhan PDB agregat
MODBI	- Merupakan model ekonometrik tahunan - Berfungsi sebagai bagian dari <i>forecasting system</i>	Pendekatan <i>Aggregate Demand and Aggregate Supply Keynesian Framework</i>	Jalur suku bunga, jalur nilai tukar	Proyeksi jangka menengah untuk pertumbuhan PDB dan inflasi
GEMBI/ BISMA	- Merupakan sebuah <i>Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE)</i> - Berfungsi sebagai <i>policy simulation and analysis</i> - Tidak memberikan proyeksi	- Spesifikasi didasarkan pada fondasi mikro melalui optimasi agen ekonomi. <i>Rational expectation</i> - Pendekatan <i>Bayesian</i> untuk estimasi model - Penerapan <i>interest rate reaction function</i> dalam model	Jalur suku bunga, jalur nilai tukar, dan jalur ekspektasi	Kecenderungan lintasan dinamik jangka panjang (<i>Long-term General Trend</i>) untuk PDB (dan komponennya), inflasi, suku bunga, dan nilai tukar.

Model	Pengertian	Pendekatan	Mekanisme Transmisi	Output
ARIMBI	- Merupakan model hybrid DSGE - Berfungsi sebagai <i>policy simulation</i> dan <i>forecasting</i> khususnya untuk formulasi kebijakan moneter melalui suku bunga <i>BI rate</i>	- Spesifikasi didasarkan <i>reduced form model DSGE</i> <i>Rational expectation</i> - Pendekatan Bayesian untuk estimasi model - Penerapan <i>interest rate reaction function</i> dalam model yang bersifat <i>forward looking</i>. - Menggunakan NKPC (<i>New Keynesian Phillips Curve</i>) untuk persamaan inflasi, <i>Taylor rule</i> untuk persamaan suku bunga, dan <i>IS curve</i> untuk persamaan output.	Jalur suku bunga, jalur nilai tukar, dan jalur ekspektasi	Kecenderungan lintasan dinamik jangka pendek – menengah untuk variabel utama PDB (agregat), nilai tukar, inflasi dan suku bunga
SEMAR	- Merupakan sebuah model <i>Computable General Equilibrium (CGE)</i> - Deterministik dan statik - Berfungsi sebagai <i>policy simulation</i> untuk melihat dampak suatu shock terhadap variabel secara disagregasi (sektor produksi) dan distribusi pendapatan rumah tangga (<i>income distribution</i>) - Tidak memberikan proyeksi	- Spesifikasi didasarkan teori mikro (optimasi perilaku agen ekonomi). - Didasarkan pada data SAM 2005 - Meliputi 6 institusi yaitu rumah tangga (kaya-miskin desa-kota), pemerintah, perusahaan, dan <i>rest of the world (ROW)</i>	Analisis sektor riil	Analisis dampak suatu shock terhadap sektor produksi dan distribusi pendapatan (<i>income distribution</i>)

Dalam prakteknya proyeksi berbagai variabel makro ekonomi utama yang disampaikan pada Rapat Dewan Gubernur (RDG) dihasilkan dari berbagai model, yaitu: (i) PDB dan komponennya (konsumsi, investasi, pengeluaran pemerintah, ekspor dan impor) dari model SOFIE, (ii) inflasi dan komponennya (*core inflation*, *administered price*, dan *volatile price*) dari model SSM-X; (iii) nilai tukar dari model BEER; dan (iv) lintasan suku bunga dari model ARIMBI. Penggunaan berbagai model untuk menghasilkan berbagai variabel makro ekonomi utama tersebut dikuatirkan menghasilkan angka-angka yang kurang konsisten, sebagaimana disinggung oleh Rhyz Mendez (2006).

Sementara itu, sistem *forecasting* dan analisis kebijakan (*Forecasting & Policy Analysis System / FPAS*) untuk *formulasi kebijakan moneter* yang saat ini digunakan oleh Bank Indonesia dapat digambarkan sebagai berikut:

Bagan 7.1. *Forecasting & Policy Analysis System / FPAS*



Terkait dengan piranti *forecasting* dan simulasi kebijakan tersebut, evaluasi terhadap model SOFIE menunjukkan bahwa secara umum *forecast error* untuk beberapa variabel menunjukkan hasil yang kurang baik seperti pada persamaan konsumsi swasta, investasi, *government consumption deflator*, dan *import deflator*, sebagaimana ditunjukkan oleh grafik perbedaan hasil estimasi dan data

aktual pada lampiran.⁸¹ Beberapa hasil simulasi dengan SOFIE juga sulit untuk menjelaskan beberapa keterkaitan, seperti (i) dampak kenaikan inflasi yang meningkatkan nominal GDP, selanjutnya mendorong kenaikan *real disposable income*, dan terakhir mendorong kenaikan pertumbuhan ekonomi; (ii) kenaikan komoditi dunia yang menyebabkan kenaikan harga barang impor, selanjutnya meningkatkan kenaikan inflasi inti dan inflasi aktual, yang selanjutnya mendorong kenaikan *real disposable income*, meningkatkan konsumsi swasta dan terakhir mendorong kenaikan pertumbuhan ekonomi. Selain itu terdapat kekurangan *explanatory variables* seperti harga barang ekspor pada persamaan ekspor; dan tidak teridentifikasinya supply kredit dalam persamaan investasi.

Evaluasi terhadap kinerja model SSM-X menunjukkan bahwa masih terdapat hasil estimasi maupun hasil proyeksi yang masih belum baik pada beberapa persamaan seperti output, tenaga kerja, dan impor bahan makanan, sebagaimana dapat dilihat pada lampiran. Beberapa hal yang masih dianggap kurang dalam model SSMX antara lain : (i) variabel harga minyak belum diakomodasi dan harga komoditas non migas ditangkap hanya melalui inflasi mitra dagang; (ii) *pass through effect* nilai tukar yang dirasakan masih terlalu tinggi dan masih bersifat kurang asimetris; dan (iii) adanya kebutuhan untuk pengkinian data yaitu inflasi dengan SBH 2007 dan PDB dengan tahun dasar 2000).

Evaluasi terhadap model MODBI menunjukkan bahwa *robustness* dari model masih cukup baik untuk sebagian besar persamaan, kecuali variabel investasi, sebagaimana dapat dilihat pada lampiran. Namun demikian di sisi lain MODBI juga masih memiliki beberapa kelemahan yaitu : (i) tidak adanya jangkar (target) nominal dalam proyeksi makroekonomi; (ii) belum diadopsinya *policy rule* ke dalam model; dan (iii) belum resisten terhadap 'Lucas critique', terkait dengan karakteristik model yang berbasis daya (ekonometrika).

Evaluasi terhadap kinerja model BISMA (GEMBI) yang berbasiskan DSGE menunjukkan bahwa model lebih imum terhadap 'Lucas critique', sudah memasukkan *rational expectation* secara eksplisit dan menghasilkan *policy rule* yang bersifat

⁸¹ Evaluasi model dilakukan dengan membandingkan antara hasil estimasi dan data aktual baik pada periode *in sample* maupun *out sample*. Sementara itu evaluasi kinerja model dengan melihat angka proyeksi ke depan tidak dilakukan mengingat hasil sangat sensitif terhadap asumsi / perkiraan variabel eksogen (harga minyak dunia, harga komoditas non migas dunia, pertumbuhan ekonomi dunia, volume perdagangan dunia, suku bunga luar negeri, dan lainnya) yang tidak dapat dikontrol dan nilainya bisa berubah.

endogen dan *forward looking*. Namun demikian, masih terdapat sejumlah isu seperti: (i) kesulitan dalam mengkombinasikan model yang dibangun dengan fondasi mikro dengan pergerakan data riil; (ii) *sensible* (dapat diterima) terkait dengan upaya meyakinkan *policy maker* bahwa model memiliki kemampuan dalam hal *fitted data*; dan (iii) fleksibilitas model dalam mengakomodir input dari berbagai pihak (khususnya *policy maker*) yang merupakan hal lazim dalam proses *forecasting*. Hasil evaluasi model BISMA menunjukkan bahwa dalam prakteknya terdapat sejumlah kesulitan dalam pengoperasian BISMA sebagai alat proyeksi, baik yang bersifat umum maupun teknis. Secara umum, hasil proyeksi dalam jangka pendek-menengah sangat berfluktuasi, sebagaimana dapat dilihat pada lampiran.

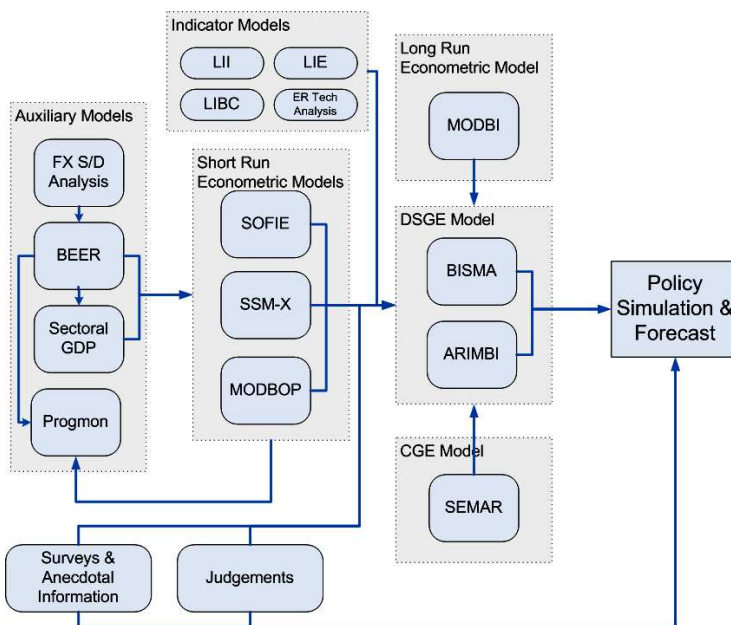
Evaluasi terhadap kinerja ARIMBI yang berbasiskan semi struktural (*DSGE hybrid*) menunjukkan bahwa : (i) model hanya mampu menghasilkan variabel makro utama dalam ekonomi yang bersifat agregat seperti PDB, inflasi, nilai tukar, dan suku bunga); (ii) sejalan dengan kerangka kebijakan ITF yang dianut Indonesia model dilengkapi dengan *policy rule* (*interest rate Taylor rule*), dan memasukkan sasaran inflasi dan mekanisme pembentukan ekspektasi yang eksplisit di dalamnya sehingga mampu menghasilkan berbagai analisis dampak kebijakan terhadap sasaran inflasi yang ditetapkan; (iii) konsisten dengan teori yang mendasarinya; dan (iv) mengingat karakteristik kebijakan moneter yang bekerja dalam horison jangka menengah-panjang maka model mempunyai kondisi *steadystate* yang “*well defined*” dan dapat menghasilkan proyeksi/analisis jangka menengah - panjang yang konsisten. Namun demikian karena model ARIMBI bersifat agregat maka : (i) model belum mampu mencerminkan karakteristik struktur perekonomian secara menyeluruh dan mampu menghasilkan analisis komprehensif determinan utama inflasi; dan (ii) model belum merepresentasikan bekerjanya seluruh mekanisme transmisi kebijakan moneter ke berbagai sektor penting dalam perekonomian secara lengkap, termasuk sektor keuangan.

Berdasarkan karakteristik, kelemahan dan kelebihan model yang dimiliki Bank Indonesia tersebut di atas maka Bank Indonesia masih perlu mempertahankan FPAS dalam *pooled system*. Hal ini dengan mempertimbangkan (i) sulitnya membangun satu model yang dapat memenuhi semua kebutuhan seperti untuk proyeksi jangka pendek maupun panjang dan simulasi kebijakan; (ii) adanya ketidakpastian dalam perekonomian sehingga sulit bagi satu model untuk menangkap semua fenomena yang terjadi diperekonomian; dan (iii) penggunaan beberapa model diharapkan

dapat mengeliminir bias yang timbul adanya *error* dalam spesifikasi maupun estimasi, lihat Bank Indonesia (2003). Meskipun demikian, *pooled system* tersebut juga memiliki sejumlah kelemahan yaitu sulitnya mengorganisir suatu proyeksi yang konsisten dalam satu kerangka *medium-term*, terkait dengan absennya model yang berfungsi sebagai referensi model-model lainnya (Benes, 2003). Selain itu banyaknya model yang digunakan juga menyebabkan diskusi dalam proses proyeksi kurang efektif terkait dengan perbedaan spesifikasi masing-masing model.

Berdasarkan asesmen terhadap FPAS saat ini dan dengan mengacu karakteristik model yang lebih sesuai dengan kerangka ITF maka FPAS yang akan datang harus mempunyai satu *core model* yang menjadi referensi bagi model lainnya. *Core model* ini dapat digunakan sebagai alat simulasi kebijakan dan proyeksi. Model-model di luar *core model* selanjutnya berfungsi sebagai model satelit atau komplemen dari *core model*. Sejalan dengan praktek manajemen bank sentral modern yang semakin mengedepankan transparansi dan disiplin dalam pengambilan keputusan suatu kebijakan maka bank sentral di berbagai negara mulai banyak menerapkan FPAS dengan sistem *core model*.

Bagan 7.2. FPAS dengan Sistem Core Model



Sehubungan dengan hal di atas maka salah satu kandidat untuk *core model* ke depan adalah model ARIMBI yang berbasis *hybrid DSGE*. Hal ini dengan mempertimbangkan model ARIMBI memiliki sejumlah karakteristik penting yang diperlukan oleh bank sentral yang telah mengimplementasikan kerangka ITF, sebagaimana uraian di atas. Model mampu menghasilkan variabel makro utama dalam ekonomi seperti PDB, inflasi, nilai tukar, dan suku bunga sehingga menjamin konsistensi berbagai variabel makro ekonomi utama tersebut dibandingkan jika berbagai variabel tersebut dihasilkan oleh model yang berbeda. Selain itu model cukup simpel dan transparan sehingga memudahkan untuk komunikasi dan diskusi kebijakan dalam mencapai target inflasi dalam kerangka ITF. Perlu disampaikan bahwa untuk beberapa model seperti ARIMBI dan BISMA telah dicoba dimasukkan sektor finansial, tetapi hasil simulasi dan *forecasting* model masih belum memuaskan.

7.2. Analisis Policy Rule

Penerapan kerangka ITF secara teoritis memiliki arti yang sederhana, yakni bank sentral melakukan proyeksi mengenai arah perkembangan laju inflasi di masa depan. Proyeksi tersebut kemudian dibandingkan dengan sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Perbedaan (deviasi) antara proyeksi dan sasaran inflasi tersebut menentukan seberapa besar perubahan suku bunga jangka pendek yang perlu ditetapkan oleh otoritas moneter. Idealnya sebuah bank sentral harus menerapkan *policy rule* yang optimal untuk menjaga agar inflasi konvergen pada target inflasi yang telah ditetapkan. *Reaction function* tersebut merupakan *policy rule* sebagai pedoman bagi pembuat kebijakan moneter dalam menstabilkan inflasi. Berkaitan dengan *policy rule*, salah satu isu yang cukup penting adalah bagaimana menghasilkan *rule* yang optimal, yakni *rule* yang meminimisasi jumlah bobot variabilitas output dan inflasi. Taylor (1999) berpendapat pembobotan terhadap variabilitas kedua variabel tersebut tergantung pada preferensi pembuat kebijakan. Selanjutnya, dalam mencari *policy rule* yang optimum tersebut, bank sentral dihadapkan pada persoalan-persoalan seperti: (1) ketidakpastian mengenai besar, waktu, dan jenis *shocks* yang menimpa perekonomian, misalnya *shocks*

nilai tukar, *demand shocks*, dan *supply shocks*, dan (2) ketidakpastian mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter.⁸²

Dalam pada itu *Taylor rule* yang pertama kali dikemukakan oleh John Taylor, merupakan suatu *rule* yang sangat sederhana.⁸³ Rumusan tersebut digunakan untuk menentukan tingkat bunga jangka pendek sebagai fungsi dari tingkat bunga riil, deviasi inflasi dan *output gap*, yang dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$r_t = r^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y^*) \quad (2.1)$$

di mana : r_t merupakan instrumen kebijakan (tingkat bunga riil) pada periode t , r^* adalah tingkat bunga riil ekulibrium, π_t adalah inflasi dan π^* menunjukkan target inflasi. Variabel y_t dan y^* masing-masing menunjukkan output aktual dan output potensial. Sementara, α menunjukkan koefisien umpan balik terhadap deviasi inflasi dan koefisien β merupakan koefisien terhadap *output gap* (Svensson, 2001).⁸⁴

Namun dalam berbagai pengujian empiris terdapat sejumlah keterbatasan dan kelemahan *Taylor rule* sehingga sejumlah ahli telah melakukan modifikasi. Salah satunya adalah *inflation forecast based rule (IFB rule)* sebagaimana diformulasikan oleh Batini dan Haldane (1998) sebagai berikut:

$$r_t = \delta r_{t-1} + (1-\delta) r_t^* + \alpha (E_t \pi_{t+j} - \pi_{t+j}^*) \quad (2.2)$$

⁸² Dalam prakteknya tentu saja *policy rule* seperti diuraikan di atas tidak digunakan secara mekanistik, namun hanya digunakan sebagai *benchmark*. Dalam hal ini *judgment* sangat diperlukan mengingat adanya ketidakpastian mekanisme transmisi kebijakan moneter yang terjadi antara perubahan suku bunga dan inflasi. Oleh sebab itu diperlukan sejumlah variabel informasi yang sangat membantu memberikan informasi pada perkembangan inflasi ke depan maupun untuk menjelaskan mekanisme transmisi kebijakan moneter yang sedang terjadi.

⁸³ Bentuk awal dari *Taylor rule* adalah sebagai berikut :

$$Funds\ rate(t) = GDP\ price\ inflation(t) + 2.0 + 0.5 \times \{GDP\ price\ inflation(t) - 2.0\} + 0.5 \times output\ gap(t)$$

⁸⁴ Dalam kerangka kebijakan moneter dengan sasaran tunggal inflasi, *policy rule* yang digunakan banyak mengacu pada *Taylor type rule*. *Taylor rule* pada dasarnya adalah suatu *reaction function* bagi bank sentral, yang merekomendasikan tingkat suku bunga tertentu dari instrumen kebijakan moneter berdasarkan suatu keadaan perekonomian yang dihadapi. Misalnya, *Taylor rule* akan merekomendasikan kenaikan tingkat bunga apabila angka inflasi melebihi targetnya, atau merekomendasikan penurunan suku bunga apabila terjadi ancaman resesi (Kozicki, 1999). *Taylor rule* menjadi populer terutama karena semakin lemahnya hubungan antara pertumbuhan uang beredar dengan inflasi, sehingga *policy rule* yang mendasarkan pada pertumbuhan uang beredar menjadi sulit untuk diterima (Blinder, 1999). Secara lebih luas, *policy rule* dapat juga diartikan sebagai suatu sistem bagi bank sentral dalam menentukan respon kebijakan moneter.

di mana r_t adalah tingkat bunga riil jangka pendek (*ex-ante*) $= i_t - E_t \pi_{t+1}$, sedangkan r_t^* tingkat bunga riil ekuilibrium. Variabel π_{t+j} menunjukkan perkiraan inflasi pada akhir periode $t+j$ dan π_{t+j}^* merupakan target inflasi pada akhir periode $t+j$. Koefisien δ dan α masing-masing mencerminkan koefisien *backward looking* tingkat bunga dan koefisien umpan balik kebijakan moneter (*feedback coefficient*).

Policy rule menurut Batini and Haldane tersebut menunjukkan pentingnya *policy rule* yang bersifat *forward looking*. Dalam hal ini, deviasi inflasi terhadap targetnya akan lebih baik jika menggunakan hasil proyeksi inflasi, sehingga rekomendasi perubahan suku bunga untuk saat ini ditujukan untuk mencapai target inflasi pada masa yang akan datang. Dalam jargon kebijakan moneter, pemikiran seperti ini yang kemudian melahirkan terminologi *preemptive monetary policy*. Sementara itu, pertimbangan adanya *backward looking* suku bunga adalah karena pada prakteknya bank sentral cenderung untuk mengubah suku bunga secara bertahap dalam arah yang sama. Alasannya adalah agar sinyal kebijakan moneter dapat efektif diperlukan *announcement* secara kontinyu melalui perubahan suku bunga secara bertahap namun konsisten. Selain itu *backward looking* tersebut diperlukan agar suku bunga tidak terlalu bergejolak.

Di antara model makroekonomi, model SOFIE dan MODBI belum dapat menghasilkan rekomendasi suku bunga kebijakan karena belum mempunyai persamaan fungsi reaksi kebijakan moneter (*policy rule*). Oleh karena itu rekomendasi kebijakan ditentukan dari hasil simulasi pengaruh beberapa alternatif lintasan suku bunga konstan terhadap proyeksi inflasi. Selanjutnya rekomendasi kebijakan yang dipilih adalah lintasan suku bunga konstan yang menghasilkan deviasi terkecil antara proyeksi inflasi dengan target inflasi. Sementara itu model SSM-X, GEMBI dan ARIMBI dapat menghasilkan rekomendasi lintasan kebijakan suku bunga SBI secara dinamis melalui persamaan *policy rule*, yaitu dengan merespon penyimpangan proyeksi inflasi dari lintasan targetnya. Namun ketiga model tersebut masing-masing memiliki struktur *policy rule* yang berbeda, sejalan dengan perbedaan struktur kedua model dan mekanisme transmisinya.

Tabel 7.2 Perbedaan Policy Rule pada GEMBI dan SSM

Untuk keperluan simulasi kebijakan periode lebih dari satu tahun ke depan,

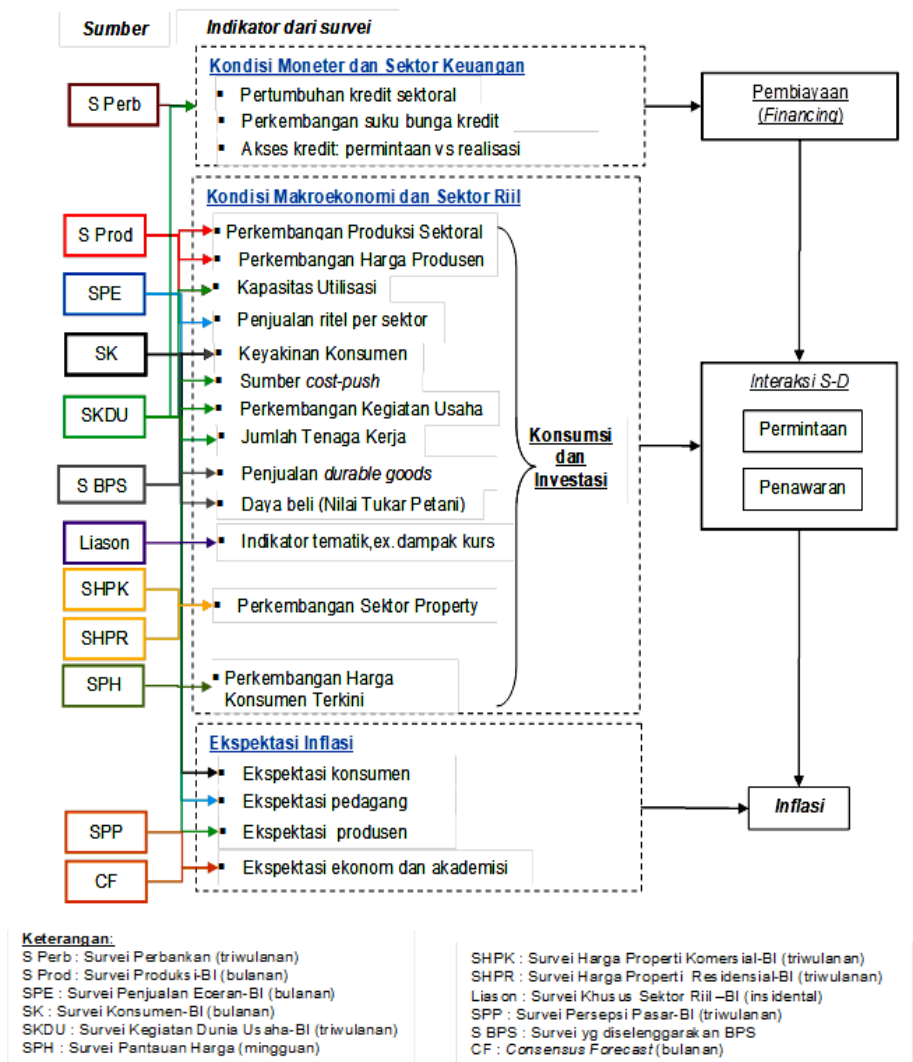
SSM-X	GEMBI / BISMA	ARIMBI
$i_t = 0.65 \cdot i_{t-1} + 1.2 \cdot (\pi_{t+2}^h - \pi_{t+2}^{**}) + 0.3 \cdot x + r'$ i_t suku bunga SBI, π_{t+2}^h proyeksi inflasi IHK headline pada $t+2$, π_{t+2}^{**} lintasan target inflasi IHK headline pada $t+2$, x output gap, dan r' suku bunga riil keseimbangan jangka panjang	$i_t = 0.86i_{t-1} + (1 - 0.86) \{1.35(\pi_{t+2} - \pi^T) + 0.27(y_t - y_t^p)\}$ dimana i_t suku bunga SBI, i_{t-1} suku bunga SBI periode sebelumnya untuk smoothing, π_{t+2} ekspektasi inflasi IHK pada $t+2$, π^T target inflasi, y_t output aktual, dan y_t^p output potensial	$i_t = 0.65i_{t-1} + (1 - 0.65) \{1.29(\pi_{t+3}^4 - \pi^T) + 0.40y_t\}$ dimana i_t suku bunga SBI, i_{t-1} suku bunga SBI periode sebelumnya untuk smoothing, π_{t+3}^4 ekspektasi inflasi IHK pada $t+3$, π^T target inflasi, y_t output gap

variabel suku bunga seyogyanya merupakan hasil dari suatu *interest rate reaction function* yang merespon terhadap perkembangan *inflation gap* dan *output gap*. Dengan demikian, dampak dari perubahan kebijakan moneter dapat terlihat dari dinamika yang terjadi pada variabel-variabel lainnya. Simulasi kebijakan moneter untuk jangka yang lebih panjang seyogianya dilakukan pada model yang telah memasukkan *behavioral equations* dengan spesifikasi variabel ekspektasi yang eksplisit, baik berupa model makroekonometrik maupun model optimisasi. Dalam prakteknya, hasil simulasi jangka panjang ini tetap harus melihat dinamika pada jangka pendeknya sebagai acuan (*benchmarking*). Terkait dengan hal ini, terdapat tiga model di Bank Indonesia yang telah memiliki *Interest Rate Reaction Function* (*Taylor Rule*), yaitu SSM-X, GEMBI, dan ARIMBI. Bentuk dan nilai parameter dari *Taylor Rule* yang digunakan adalah optimal secara model, dalam arti setiap model memiliki angka bobot *Taylor Rule* yang berbeda-beda sesuai dengan “karakteristik perekonomian” dalam masing-masing model. Sebagai konsekuensinya, setiap model akan menghasilkan rekomendasi lintasan suku bunga yang berbeda satu sama lain. Dan oleh karena itu *consistency check* secara erat perlu dilakukan untuk model-model tersebut. Alternatif lainnya adalah mengupayakan penyeragaman variabel-variabel yang digunakan dalam *Taylor Rule*, misalnya penyeragaman dalam metode penghitungan output potensial maupun dalam penetapan angka target inflasi (konstan atau bergerak).

7.3. Peran Survei dalam Analisis dan Riset Kebijakan

Bank Indonesia telah melakukan berbagai kegiatan survei guna mendukung analisis tentang kondisi makroekonomi secara keseluruhan (*state of the economy*).

Bagan 7.3. Survei dalam Kerangka Analisis Kondisi Ekonomi



Hal ini dilakukan mengingat kemampuan dan ketepatan dalam membaca kondisi perekonomian mutlak diperlukan guna menghasilkan kebijakan yang sesuai. Se jauh ini, survei terutama mencakup kondisi sektor riil baik tentang perkembangan yang sedang terjadi maupun perkiraan ekonomi mendatang. Selain itu, guna

melihat dukungan dari sisi pembiayaan (*financing*), maka jenis survei dilengkapi dengan survei di sektor keuangan yang fokus pada perkembangan kredit. Secara keseluruhan, dari survei-survei tersebut diperoleh gambaran tentang interaksi sisi permintaan dan penawaran. Selanjutnya, survei perkiraan ekonomi mendarat khususnya ekspektasi inflasi juga dilakukan untuk mempertajam analisis inflasi yang berdasarkan kerangka *Expectations-Augmented-Phillips Curve* (EAPC). Selain merekam perkembangan angka-angka yang bersifat kuantitatif, survei juga dilengkapi dengan pertanyaan-pertanyaan kualitatif untuk mengetahui latar belakang dibalik perkembangan angka-angka tersebut. Selain survei internal, analisis juga memperhatikan hasil survei dari lembaga lain.

Secara umum, berbagai survei yang ada telah dapat digunakan sebagai alat "*tracking*" untuk mengevaluasi perkembangan ekonomi, termasuk perkembangan inflasi. Gambaran interaksi sisi permintaan dan penawaran relatif terlihat dari survei-survei di atas. Namun demikian, beberapa indikator masih perlu dikembangkan terutama dalam mengidentifikasi kondisi permintaan. Dari survei, indikator yang sering digunakan untuk menggambarkan sisi permintaan adalah pertumbuhan penjualan ritel (SPE), yang notabene masih cukup kuat dipengaruhi oleh pola musiman, baik terkait perayaan hari keagamaan maupun tahun kalender akademis. Selain itu, survei barang-barang yang bersifat *durable goods* seperti elektronik maupun kendaraan bermotor digunakan sebagai pelengkap. Selanjutnya, optimisme sisi permintaan diproksi dengan hasil survei tentang keyakinan konsumen. Sementara itu, dukungan permintaan dari sisi pembiayaan didukung oleh survei perbankan. Secara keseluruhan, indikator permintaan masih cukup terbatas sehingga diperlukan desain survei yang lebih dapat menggali informasi tentang kondisi permintaan domestik.

Khusus untuk indikator tekanan inflasi, identifikasi potensi tekanan dari *cost-push* berdasarkan survei masih sangat minimal. Sejauh ini, identifikasi kemungkinan sumber *cost-push* bersifat kualitatif yang terutama masih menitikberatkan pada permasalahan biaya input dari *raw material* dan biaya operasional (SKDU). Di sisi lain, potensi tekanan harga dari sisi biaya input berupa upah maupun perilaku pembentukan keuntungan (*margin*) dari produsen belum dianalisis secara mendalam. Sejauh ini, kendala terletak pada ketersediaan data yang terkait dengan perkembangan upah dan margin keuntungan. Data upah dari BPS yang tersedia saat ini masih sangat sempit cakupannya dan bahkan beberapa diantaranya

disertai dengan lag waktu yang cukup panjang.⁸⁵ Sementara itu, indikator yang merepresentasikan perkembangan margin keuntungan dari para produsen atau pedagang juga masih nihil. Dengan kondisi tersebut, survei liason berpotensi untuk dimanfaatkan guna mengetahui struktur biaya produksi dan perilaku pembentukan harga –yang sekaligus menggambarkan perilaku pengambilan margin keuntungan- dari setiap sektor. Dari hasil survei dapat diketahui sensitivitas harga jual terhadap perubahan salah satu komponen biaya produksi. Sebagai kelanjutannya, identifikasi potensi tekanan dari sisi biaya (*cost-push*) dilakukan melalui monitoring survei terhadap komponen biaya produksi dan harga jual secara rutin.

Secara keseluruhan, potensi penajaman analisis makroekonomi berbasis survei semakin terbuka lebar dengan diselenggarakannya survei *liason* (survei khusus sektor riil) sejak tahun 2006. Dengan survei tersebut, isu-isu terkini dalam kegiatan sektor riil –termasuk di dalamnya perilaku inflasi- yang belum tercakup dalam survei rutin lainnya dapat dianalisis secara lebih komprehensif. Dengan sifatnya yang insidental, desain survei dapat disesuaikan dengan kerangka hipotesis yang akan diuji.

Selain itu, untuk tetap menjaga efektivitas survei yang telah berjalan (survei rutin) maka diperlukan review secara berkala. Hal ini merupakan salah satu upaya untuk terus memberdayakan survei mengingat kemungkinan bahwa survei tidak lagi sesuai dengan kebutuhan pengguna (analisis). Kondisi perekonomian makro ataupun mikro yang telah berubah menyebabkan kebutuhan informasi yang tercakup dalam survei juga mengalami perubahan. Oleh karena itu, dalam desain awal survei termasuk review berkala –khususnya survei internal BI- diperlukan keterlibatan dari pengguna, sehingga survei benar-benar dapat mendukung analisis makroekonomi.

7.4. Kesimpulan

Berdasarkan pengamatan empiris, dapat disimpulkan bahwa memasuki lima tahun tahun usia penerapan ITF di Indonesia telah tercatat beberapa perkembangan

⁸⁵ Data upah dari BPS meliputi data upah buruh sektor informal yang hanya mencakup upah buruh petani, bangunan dan pembantu rumah tangga dengan data bersifat bulanan. Sementara itu, upah untuk sektor industri mencakup industri rokok, garmen dan keramik dengan data bersifat triwulanan dan lag hampir dua triwulan. Secara umum, data tersebut belum merepresentasikan tekanan dari sisi upah yang menjadi salah satu unsur *cost-push*.

positif terkait dengan kapasitas analisis dan permodelan. Dalam hal ini, piranti permodelan yang digunakan saat ini cukup bervariasi dan komprehensif, yang meliputi model jangka pendek dan jangka panjang untuk penaksiran parameter struktural dan simulasi kebijakan. Untuk menghasilkan angka-angka variabel makro yang konsisten dalam formulasi kebijakan, digunakan sistem *forecasting* dan analisis kebijakan (*Forecasting and Policy Analysis System / FPAS*) yang menuju pada penerapan sistem *core model*, yang mengacu pada karakteristik model yang lebih sesuai dengan kerangka ITF.

Satu hal yang perlu menjadi catatan adalah penyelasaran analisis respons kebijakan melalui penggunaan *policy rule*. Beberapa model yang digunakan, seperti SSM-X, GEMBI dan ARIMBI, dapat digunakan untuk menghasilkan rekomendasi lintasan kebijakan suku bunga BI Rate secara dinamis melalui persamaan *policy rule*, yaitu dengan merespon penyimpangan proyeksi inflasi dari lintasan targetnya dan deviasi antara output aktual dan output potensialnya. Namun ketiga model tersebut masing-masing memiliki struktur *policy rule* yang berbeda, sejalan dengan perbedaan struktur kedua model dan mekanisme transmisinya. Sebagai konsekuensinya, setiap model akan menghasilkan rekomendasi lintasan suku bunga yang berbeda satu sama lain. Dan oleh karena itu *consistency check* secara erat perlu dilakukan untuk ketiga model ini. Selain itu, sejalan dengan perubahan lingkungan ekonomi dewasa ini, pengembangan model perlu memperhitungkan perilaku dalam sektor keuangan secara lebih proporsional.

Selain menggunakan piranti permodelan, Bank Indonesia juga telah melakukan berbagai kegiatan survei guna mendukung kekuatan analisis kebijakan, khususnya analisis inflasi yang berbasiskan kerangka *Expectation-Augmented-Phillips Curve (EAPC)*. Selain survei internal, analisis juga memperhatikan hasil survei dari lembaga lain. Survei-survei tersebut meliputi perkembangan kegiatan ekonomi yang sedang terjadi guna menangkap gambaran atas interaksi sisi permintaan dan penawaran. Selain itu, survei juga mencakup perkiraan kegiatan perekonomian mendatang, termasuk di dalamnya ekspektasi inflasi ke depan. Secara umum, berbagai survei yang ada telah dapat digunakan sebagai alat "*tracking*" untuk mengevaluasi perkembangan inflasi. Namun demikian, beberapa indikator masih perlu dikembangkan terutama dalam mengidentifikasi tekanan dari sisi permintaan.



BAB 8

EVALUASI PENERAPAN ITF: PANDANGAN PAKAR

Beberapa pokok kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil diskusi mengenai penerapan ITF di Indonesia dengan beberapa pakar ekonomi adalah sebagai berikut:⁸⁶

(i) Sasaran Inflasi

Secara umum keberhasilan Bank Indonesia dalam mencapai sasaran inflasi yang telah ditetapkan sangat dipengaruhi oleh dua hal, yaitu kemampuan dalam menetapkan atau *mem-forecast* sasaran inflasi serta kemampuan menggunakan instrumen moneter untuk mencapai sasaran inflasi tersebut. Apabila terjadi yang sebaliknya maka pertanyaan yang muncul adalah apakah sasaran yang ditetapkan kurang realistis; apakah instrumen yang digunakan untuk mencapai sasaran inflasi kurang baik; atau ada pengaruh faktor lain? Hal ini terkait dengan fakta bahwa dalam penetapan sasaran inflasi, walaupun secara resmi Pemerintah yang menetapkan, sebenarnya Bank Indonesia memegang peranan yang sangat besar. Ini mengingat kemampuan analisis dan *modeling* ekonomi yang dimiliki oleh Bank Indonesia sudah terbilang sangat baik.

Sementara itu, dari aspek teknis, salah satu isu kritis yang perlu diketengahkan adalah terkait dengan bobot pencapaian inflasi dan pertumbuhan ekonomi (*output gap*) di dalam fungsi tujuan Bank Indonesia. Dari pengamatan umum, terkesan bahwa bobot pada pencapaian pertumbuhan ekonomi atau kesempatan kerja relatif besar, sehingga hal ini berpotensi memberikan toleransi pada tekanan inflasi. Selain itu, secara metodologis, penggunaan variabel *output gap* juga perlu disikapi secara hati-hati, mengingat sulitnya memproksi variabel output potensial, yang secara teoritis harus mencerminkan semua kendala dalam struktur ekonomi. Kekurangtepatan penaksiran output potensial akan berakibat pada sulitnya pengendalian inflasi. Selain itu, dari aspek empiris, terdapat beberapa faktor di luar kendali Bank Indonesia yang menyebabkan sulitnya pengendalian inflasi, terutama yang berasal dari faktor eksternal, seperti pengaruh harga komoditas perdagangan internasional. Namun, terkait dengan pengaruh

⁸⁶ Disarikan dari hasil *Focus Group Discussion* (FGD) pada 9 Desember 2009. Peserta FGD adalah Prof. Didik J. Rachbini, Prof. Insukindro, Prof. Mudrajat Kuncoro, Dr. Iman Sugema, Dr. Ahmad Erani Y., Dr. Sugiharso Safuan, Anton H. Gunawan, MA, MSc, dan Dr. Solikin M. Juhro. Pemimpin diskusi adalah Dr. Perry Warjiyo.

harga minyak, perlu dicermati bahwasanya pengaruhnya pada inflasi sangat tergantung pada strategi kebijakan fiskal oleh pemerintah, dalam artian sampai sejauhmana perkembangan harga minyak direspons oleh subsidi pemerintah. Mengingat cukup banyaknya faktor-faktor serta potensi tekanan inflasi ke depan yang harus diperhitungkan dalam penetapan sasaran inflasi, maupun penetapan respons kebijakan ke depan, maka penetapan sasaran inflasi harus dilakukan secara konsisten.

Catatan penting terkait dengan pengumuman sasaran inflasi adalah masih banyak kalangan pelaku pasar yang belum jelas mengenai perbedaan keberadaan *forecast* inflasi Bank Indonesia dan angka inflasi APBN. Juga keberadaan inflasi *headline* dan *core*. Dalam kondisi demikian, pada umumnya pasar hanya merujuk pada arah kebijakan moneter Bank Indonesia ke depan, apakah suku bunga cenderung naik atau turun. Dengan demikian, kredibilitas kebijakan Bank Indonesia akan memegang peranan penting. Permasalahan yang sering terjadi adalah bahwa substansi kebijakan *forward-looking* belum dipahami secara baik oleh *stakeholders*, termasuk di kalangan pemerintah. Hal ini pada akhirnya menyebabkan tidak sejalannya pencapaian sasaran inflasi oleh Bank Indonesia dan tidak terbentuknya ekspektasi inflasi yang sama di pasar.

Yang terakhir perlu dicatat adalah bahwa dalam pelaksanaan kebijakan moneter dipandang strategis pula untuk menetapkan sasaran inflasi di tingkat daerah. Hal ini mengingat adanya perbedaan karakteristik tekanan inflasi antar daerah, antara lain sebagai akibat perbedaan perilaku masyarakat dan potensi Penerimaan Asli Daerah (PAD). Penetapan sasaran inflasi daerah juga sangat penting untuk keperluan penetapan (*benchmark*) upah minimum regional. Konteks inflasi daerah ini pada akhirnya memberikan implikasi mengenai perlunya analisis permodelan Bank Indonesia untuk memperhitungkan perbedaan karakteristik ekonomi dan inflasi antar daerah.

(ii) Kerangka Kerja Kelembagaan

Pandangan terhadap permasalahan kelembagaan dilihat pada tiga aspek, yaitu independensi, akuntabilitas, dan transparansi. Terkait dengan independensi, dalam Undang-Undang tentang Bank Indonesia disebutkan bahwa "*Pihak lain dilarang melakukan segala bentuk campur tangan terhadap*

pelaksanaan tugas Bank Indonesia Bank Indonesia wajib menolak dan mengabaikan segala campur tangan dari pihak manapun dalam pelaksanaan tugasnya" (Pasal 9). Fakta yang terjadi di lapangan adalah bahwa ternyata independensi Bank Indonesia masih belum dipahami sepenuhnya oleh lembaga pemerintah/negara yang lain. Bahkan, dalam perjalanan sejarah, karena adanya *missmatch* dalam persepsi kebijakan dan pelaksanaan kebijakan, independensi Bank Indonesia pernah ditolak oleh Lembaga Kepresidenan. Hal ini dicontohkan antara lain dengan adanya kasus pertentangan antara Abdurrahman Wahid *versus* Syahril Sabirin pada kurun waktu akhir 1999 sampai dengan pertengahan 2000.

Terkait dengan akuntabilitas, Undang-Undang tentang Bank Indonesia menyebutkan bahwa *"Anggota Dewan Gubernur tidak dapat diberhentikan dalam masa jabatannya kecuali karena yang bersangkutan mengundurkan diri, terbukti melakukan tindak pidana kejahatan, atau berhalangan"*(Pasal 48). Yang menjadi pertanyaan adalah bagaimana dengan tanggung jawab dan akuntabilitas jika kebijakan yang dijalankan buruk dan merugikan masyarakat? Secara normatif, selama ini diharapkan adanya kontrol dari DPR. Namun, secara faktual, kontrol DPR hanya bersifat politik, hanya permukaan dan tidak mendalam. Dengan tidak adanya mekanisme kontrol profesional terhadap kinerja kelembagaan Bank Indonesia selama ini, terutama terhadap pengawasan bank, maka kecenderungan yang terjadi adalah lemahnya aspek pengawasan bank serta mandulnya Badan Supervisi Bank Indonesia.

Terkait dengan transparansi, Undang-Undang tentang Bank Indonesia menyebutkan bahwa *"Setiap 3 (tiga) bulan Bank Indonesia wajib menyampaikan laporan perkembangan pelaksanaan tugas dan wewenangnya kepada Dewan Perwakilan Rakyat. Apabila diperlukan, Dewan Perwakilan Rakyat dapat meminta Bank Indonesia untuk memberikan penjelasan mengenai pelaksanaan tugas dan wewenangnya"* (Pasal. 58). Secara umum, aspek ini tidak ada masalah serius. Rapat terbuka dengan DPR berjalan cukup baik. Informasi yang disampaikan melalui situs resmi (*web*) Bank Indonesia relatif memadai, tetapi lebih banyak menjangkau kalangan terdidik. Untuk meningkatkan efektivitas strategi komunikasi maka komunikasi dengan media serta pelaku pasar perlu diperbaiki dan difokuskan pada isu-isu kasus dan masalah yang kontekstual.

(iii) Kerangka Kerja Operasional

Secara umum pelaksanaan kebijakan moneter telah berjalan dengan baik. Dari sisi operasi moneter, hasil studi Sugema dan Bachtiar (2009) menunjukkan beberapa temuan. *Pertama*, bahwa kebijakan moneter BI, dengan suku bunga sebagai sasaran operasional, dapat secara efektif mempengaruhi inflasi dalam jangka pendek, namun, pengaruh kebijakan moneter tersebut terbatas dalam jangka panjang. *Kedua*, efektivitas kebijakan moneter sangat diperlemah oleh cukup kuatnya dominasi fiskal yang mendorong pengaruh pergerakan suku bunga ke arah yang berlawanan. *Ketiga*, pengaruh *shocks* eksternal, berupa penurunan harga minyak dunia dan penurunan kondisi perekonomian global, berkontribusi signifikan pada penurunan inflasi, dibandingkan dengan depresiasi nilai tukar rupiah dan perkembangan variabel domestik. Implikasi mendasar dari temuan tersebut adalah bahwa pencapaian sasaran inflasi secara kredibel sangat dipengaruhi oleh kuatnya koordinasi antara Pemerintah dan Bank Indonesia.

Dalam normatif, kebijakan moneter Bank Indonesia memang diharapkan dapat memberikan sinyal kebijakan yang jelas kepada pasar. Namun, kecenderungan yang terjadi adalah terlalu aktifnya Bank Indonesia dalam transaksi di pasar uang. Untuk itu, ke depan, Bank Indonesia diharapkan lebih berperan sebagai fasilitator agar pelaku pasar dapat secara optimal bergerak. Dalam kaitan ini, dapat dipahami bahwa tentu ada justifikasi yang kuat mengenai perlunya Bank Indonesia 'turun' ke pasar; misalnya terkait dengan pasar yang belum sempurna dan belum dalam. Namun, walaupun terdapat ruang yang cukup bagi Bank Indonesia untuk terjun ke pasar, langkah intervensi jangan dikedepankan sebagai suatu '*rule*'. Dengan demikian, di samping kerangka operasional yang sudah cukup baik, langkah yang harus senantiasa dikedepankan adalah pendalaman pasar (*financial deepening*) dan pengoptimalan instrumen-instrumen pasar yang sudah ada.

Sementara itu, ketidaksempurnaan pasar dan situasi krisis akhir-akhir ini juga mendorong adanya gangguan kredibilitas kebijakan Bank Indonesia dalam mengarahkan suku bunga perbankan. Dalam hal ini, kebijakan Bank Indonesia tidak direspons secara positif, misalnya kebijakan penurunan Bank Indonesia *rate* yang tidak diikuti dengan penurunan suku bunga kredit. Oleh karena itu, perlu dipikirkan aturan yang memberi kewenangan Bank

Indonesia untuk menerapkan tindakan kepada bank umum yang tidak taat terhadap aturan BI, misalnya dalam hal penentuan suku bunga (kredit) dan *Loan to Deposit Ratio* (LDR). Sementara itu, dalam kaitannya dengan perkembangan sektor riil, pemetaan pasar harus tergambar dengan baik sehingga memudahkan bank dalam ‘menjemput’ debitor yang prospektif dari skala mikro hingga besar. Kondisi tersebut akan mendorong risiko yang lebih rendah dan menurunkan selisih (*spread*) suku bunga, serta selanjutnya mengatasi persoalan intermediasi perbankan. Dengan kata lain, perencanaan moneter dalam bentuk pengendalian inflasi dan konsolidasi perbankan memerlukan peta yang jelas dan prospektif terhadap perkembangan sektor riil.

(iv) Koordinasi Kebijakan

Penerapan ITF di Indonesia menjelaskan dengan baik bahwasanya inflasi tidak dapat sepenuhnya dikontrol oleh Bank Indonesia, karena terdapatnya pengaruh yang signifikan dari faktor-faktor non-meneter. Oleh karena itu, penetapan inflasi harus disesuaikan dengan konteks Indonesia baik dari sisi formulasi, target, dan koordinasi dengan lembaga-lembaga terkait dan masyarakat secara luas. Hal ini penting dilakukan agar sasaran inflasi yang ditetapkan sejalan dengan *expected inflation* yang realistis. Di samping itu, konsensus dengan pihak terkait dan komunikasi yang efektif terhadap publik tentang cara-cara pencapaian sasaran inflasi dan mekanisme transmisi yang jelas sangat diperlukan agar sasaran inflasi dapat direalisasikan dengan baik. Di tingkat daerah, koordinasi kebijakan juga sangat penting, hal ini untuk mengupayakan tercukupinya pasokan dan lancarnya distribusi, meningkatkan kesadaran terhadap kebijakan Pemda yang memperhatikan inflasi daerah, meningkatkan komitmen dalam mengendalikan inflasi di daerah, serta melakukan monitoring kondisi terkini ekonomi dan sumber-sumber tekanan harga di daerah.

Dalam kaitannya dengan aspek politik dari penerapan ITF, terdapat dua kondisi yang perlu mendapatkan perhatian bersama. *Pertama*, adalah adanya fakta bahwa dalam beberapa tahun terakhir perilaku Bank Indonesia cenderung yang *super specialist*. Dalam koridor tertentu dan tidak kebablasan, perilaku ini baik dan tidak menjadi masalah. *Kedua*, bahwa dalam konteks

kelembagaan, menata ITF tidak hanya mengacu pada pengendalian inflasi saja, namun juga pada semua aspek-aspek yang terkait. Dengan kedua kondisi tersebut maka pemaknaan substansi keberadaan Bank Indonesia sebagai lembaga yang independen perlu dilihat secara berhati-hati. Tidak dapat dipungkiri bahwa secara personal, Bank Indonesia memiliki independensi berupa otonomi yang berdasarkan profesionalisme yang dimiliki. Namun, ketika independensi dimasukkan ke dalam ranah politik maka independensi yang dimiliki Bank Indonesia secara politik membawa suatu komplikasi. Sebagaimana disinggung sebelumnya, karena masih belum dipahami sepenuhnya oleh lembaga pemerintah/negara yang lain, independensi Bank Indonesia pernah mendapatkan penolakan.

Dengan mencermati kondisi tersebut maka implementasi independensi harus dilihat dalam konteks koordinasi kebijakan. Hal ini berarti bahwa penerapan ITF oleh Bank Indonesia tidak boleh berjalan sendiri. Di satu sisi, ITF dapat diterapkan sebagai wujud otonomi profesionalisme yang dimiliki oleh Bank Indonesia. Namun, di sisi lain, konstalasi kelembagaan dan politik, yang kesemuanya berorientasi mewujudkan kesejahteraan sosial, menyaratkan agar Bank Indonesia tidak boleh “steril” dari proses politik itu sendiri. Untuk itu, penerapan ITF harus diperkuat dengan peningkatan koordinasi antara Bank Indonesia dengan pemerintah maupun pemangku kepentingan lain.

(v) Kapasitas Analisis dan Riset Kebijakan

Secara umum piranti permodelan yang digunakan dalam mendukung perumusan kebijakan oleh Bank Indonesia sudah cukup, atau bahkan sangat komprehensif, dan lebih baik dibandingkan alat analisis yang digunakan oleh instansi lain. Pertanyaannya adalah mengapa prediksi atas sasaran inflasi sulit tercapai? Mengapa dalam analisis mekanisme transmisi kebijakan moneter masih banyak dijumpai “puzzles”? Hal ini kemungkinan terkait dengan masih banyaknya indikator ekonomi yang diperhitungkan yang sulit ditaksir nilainya, seperti *output gap*, indeks kredibilitas, dan lain-lain. Kemungkinan lain adalah masih adanya informasi-informasi yang belum tertangkap oleh keberadaan piranti permodelan yang dimiliki. Untuk itu, selain perlu menggali sumber informasi yang lebih luas, serta tidak kalah pentingnya adalah perlunya *judgement*, Bank Indonesia perlu mempertimbangkan untuk

mensosialisasikan secara terbuka format model yang digunakan. Dengan demikian, diharapkan terdapat masukan penyempurnaan atas kinerja model yang dimiliki.

Sebagaimana telah disinggung sebelumnya mengenai perlunya penetapan sasaran inflasi yang ‘khas’ Indonesia, yaitu dengan memperhitungkan karakteristik atau struktur mikro ekonomi. Hal ini berimplikasi pada pentingnya memahami struktur mikro dalam permodelan inflasi (*agen-based model*). Untuk itu, guna memperkaya khazanah pendekatan perkiraan inflasi *forward-looking* dalam ITF di Bank Indonesia, yang pada umumnya masih mengacu pada Neo Klasik atau Neo Keynesian dan New Keynesian, perlu dipertimbangkan pembuatan model berdasarkan Sintesa Neo Klasik Baru (*New Neoclassical Synthesis*) atau Makroekonomika Konsensus Baru (*New Consensus Macroeconomics*); Arestis (2009).



BAB 9

KESIMPULAN, IMPLIKASI
KEBIJAKAN, DAN PEMIKIRAN
KE DEPAN

9.1. Kesimpulan Umum: Keberhasilan vs. Tantangan

Hasil review menunjukkan bahwa penerapan ITF di Indonesia selama hampir lima tahun terakhir sudah mencatat beberapa keberhasilan, yaitu dengan penerapan ITF yang sudah semakin tertata dan disertai dengan peningkatan kualitas, dalam artian sesuai dengan *best practices*, pemikiran teoritis, dan kondisi empiris di Indonesia. 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.

(i) Pematangan eksistensi kelembagaan.

Sejalan dengan penataan dan penguatan kerangka kerja kelembagaan ITF, seperti independensi, akuntabilitas, dan transparansi, Bank Indonesia telah berubah dari sebuah organisasi yang awalnya lebih berorientasi ke dalam menjadi organisasi yang lebih berorientasi ke luar. Dalam kaitan ini, muncul kesadaran akan diiperlukannya suatu upaya yang menumbuhkan sikap simbiosis mutualisme antara Bank Indonesia dan publik, dimana keterbukaan dan komunikasi diharapkan menjadi pilar utama dalam pembangunan kredibilitas kebijakan Bank Indonesia sebagai bank sentral. Fakta tersebut didukung oleh beberapa pengamatan.

- *Pertama*, hasil survei kinerja Bank Indonesia secara umum menyebutkan bahwa kepuasan responden terhadap komunikasi kebijakan moneter sudah baik, dimana sebagian besar responden (57%) mengatakan puas terhadap proses komunikasi kebijakan moneter. Dengan perkembangan positif tersebut diharapkan bahwa respons kebijakan moneter Bank Indonesia dapat dimaknai secara lebih positif oleh publik.

- Selain itu, pengamatan tentang kemajuan dari sisi kerangka kerja kelembagaan tersebut juga sejalan dengan hasil analisis FSAP – IMF (2009) menyatakan bahwa transparansi kebijakan moneter yang dilakukan oleh BI dikategorikan cukup tinggi (*reasonably high*). Penilaian ini didasarkan kepada empat kriteria yaitu pertama tujuan kebijakan telah dinyatakan dengan jelas pada UU BI, kedua bahwa UU BI juga telah menjamin independensi Bank Sentral, ketiga kerangka *inflation targeting* yang berkomitmen untuk meningkatkan komunikasi dengan publik, dan yang keempat tentang adanya ketentuan dan peraturan yang menjamin integritas BI.

(ii) Kejelasan sinyal kebijakan

Sejalan dengan penyempurnaan yang dilakukan secara bertahap hingga saat ini, baik pada penetapan suku bunga sasaran operasional maupun instrument pasar uang lainnya, tatanan kerangka operasional kebijakan moneter saat ini relatif sudah berkembang dengan lebih baik sesuai dengan pemikiran teoritis maupun *best practices*, sehingga sinyal kebijakan moneter mampu dibaca secara lebih baik oleh pasar. 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.

- Salah satu contoh adalah pemberian sinyal kebijakan moneter ketat melalui BI Rate sejak Juli 2005, menjelang diumumkannya kenaikan harga BBM pada bulan Oktober 2005, yang direspon pelaku ekonomi secara positif. Hal ini tercermin pada meredanya ekspektasi depresiasi dan menurunnya ekspektasi inflasi pasca kenaikan harga BBM. Kejadian tersebut menunjukkan bahwa penyampaian sinyal kebijakan yang jelas dan dikemas dengan strategi komunikasi tepat telah berhasil menumbuhkan pemahaman yang positif mengenai langkah kebijakan Bank Indonesia, dan sekaligus mempengaruhi ekspektasi masyarakat akan prospek ekonomi dan arah kebijakan ke depan.

(iii) Peningkatan kredibilitas kebijakan

Sejalan dengan penerapan ITF, kredibilitas kebijakan moneter, lambat namun pasti, mengalami peningkatan. 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. Kondisi tersebut didukung oleh hasil pengujian empiris yang menunjukkan bahwa selama penerapan ITF derajat kredibilitas kebijakan moneter telah meningkat dua kali lipat, walaupun masih belum sepenuhnya kredibel (*imperfect credibility*).
- *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 dunia usaha secara luas. Selain itu, terlepas dari adanya perbedaan persepsi dalam penghitungan *forecast* inflasi dan indikator makro lainnya oleh Bank Indonesia dan pemerintah, publik umumnya dapat memahami mengapa Bank Indonesia mempunyai perbedaan penghitungan dengan pemerintah.

Di luar catatan keberhasilan ITF tersebut, terdapat beberapa catatan penyempurnaan yang mendasar bagi kinerja ITF ke depan, khususnya terkait perubahan perilaku dalam sistem keuangan di satu sisi, serta sampai **sejauhmana peran ITF dalam mendukung proses pemulihan ekonomi domestik dalam situasi krisis keuangan global dewasa ini**, yang antara lain disertai dengan fenomena eksces likuiditas dan *structural rigidity*. Yang juga penting adalah bagaimana manfaat keberadaan ITF selanjutnya dapat direfleksikan ke dalam pembangunan ekonomi dalam perspektif regional. Permasalahan-permasalahan tersebut pada akhirnya telah menjadikan dimensi pengelolaan kebijakan moneter di Indonesia menjadi semakin kompleks.

(i) Perubahan perilaku di sistem keuangan

Krisis keuangan global yang terjadi sejak pertengahan 2007 lalu telah menimbulkan beberapa pertanyaan mengenai peran kebijakan moneter dan bagaimana kebijakan moneter sebaiknya diterapkan. Perubahan lingkungan ekonomi dewasa ini tidak hanya mengakibatkan interaksi antar variabel mulai bergeser, tetapi juga berakibat pada menguatnya peran pasar keuangan dalam kegiatan makroekonomi sebagai variabel yang perlu dicermati. Selain itu, gejala yang terjadi di sektor keuangan selama dekade terakhir cenderung menunjukkan sistem keuangan bergerak secara eksogen dalam pergerakan sistem perekonomian dan bahkan cenderung menjadi sumber dan pendorong gejala (*shock amplifier*). Pergeseran dan perubahan lingkungan ekonomi tersebut juga menyentuh beberapa aspek dalam kebijakan moneter. Perubahan signifikan sistem keuangan mengindikasikan penguatan peran persepsi risiko, bahkan bisa menjadi dominan, dalam transmisi kebijakan moneter. Dinamika tersebut, *by default*, telah meningkatkan kompleksitas kebijakan moneter di Indonesia.

(ii) Fenomena eksès likuiditas

Dampak makroekonomi krisis keuangan global pada perekonomian domestik dewasa ini diperberat dengan adanya fenomena eksès likuiditas. Hal ini menjadi tantangan penerapan ITF karena secara substantif, peningkatan eksès likuiditas akan mendorong ekspektasi inflasi dan mengganggu mekanisme transmisi kebijakan moneter ke sektor riil. Dalam tataran taktis, eksès likuiditas yang persisten dan struktural menjadi tantangan berat operasi moneter dalam mengimplementasikan respon kebijakan moneter. Apabila tidak diserap, eksès likuiditas akan menyebabkan volatilitas suku bunga pasar uang yang tinggi yang pada gilirannya mengganggu stabilitas moneter, nilai tukar, dan sistem keuangan. Sementara itu, deviasi dan volatilitas suku bunga pasar uang yang besar dari BI Rate juga akan memperburuk kredibilitas kebijakan moneter. Oleh karena itu, perlu ditempuh langkah strategis untuk mengatasi eksès likuiditas tanpa mengubah secara fundamental atas sistem dan kerangka operasi moneter yang telah berjalan baik selama ini.

(iii) *Structural rigidity*

Kekakuan struktural (*structural rigidity*), merujuk pada kondisi dimana terjadi kurang-responsif-an sisi penawaran (*supply side*) terhadap perkembangan dan stimulus kebijakan pada sisi permintaan (*demand side*). Secara teknis, kekakuan tersebut dicerminkan oleh slope kurva penawaran yang mempunyai kecenderungan relatif lebih tajam pada periode setelah krisis 1997/98. Dengan demikian, dengan stimulus sisi permintaan yang sama, perubahan harga yang diakibatkannya cenderung lebih besar. Dalam situasi tersebut, efektivitas transmisi stimulus kebijakan makroekonomi ke sektor riil menjadi berkurang, dan sebaliknya, menyulut perekonomian cepat memanas (tekanan inflasi yang lebih tinggi). Dampak selanjutnya tingkat inflasi cenderung persisten pada level yang relatif tinggi dan suku bunga-pun relatif sulit untuk ditekan pada tingkatan yang lebih rendah. Secara makro, *structural rigidity* tersebut berdampak pada pengalokasian sumber daya ekonomi yang tidak efisien, serta keterpautan antara sektor riil dan sektor keuangan yang semakin renggang (*decoupling*).

(iv) Karakteristik ekonomi dan inflasi daerah

Satu catatan khusus terkait dengan perlunya penyesuaian penetapan sasaran inflasi nasional untuk konteks perekonomian daerah, paling tidak dalam jangka pendek. Saat ini sasaran inflasi yang ditetapkan adalah sasaran inflasi secara nasional, sementara angka inflasi nasional yang terjadi dihitung dari rata-rata tertimbang inflasi yang terjadi di daerah. Sejalan dengan esensi pemikiran ITF, dalam jangka panjang diharapkan tercapainya konvergensi inflasi daerah ke arah inflasi nasional. Namun, dalam jangka pendek, untuk daerah yang memiliki karakteristik inflasi yang relatif tinggi atau relatif rendah dibandingkan inflasi nasional, jangkarnya pencapaian sasaran inflasi di tingkat daerah berdasarkan sasaran inflasi nasional, selain kurang proporsional juga akan mengurangi efektivitas kerja Tim Pemantauan dan Pengendalian Inflasi (TPI) di tingkat daerah. Secara empiris, keberadaan sasaran inflasi untuk perekonomian daerah belum banyak diulas mengingat Negara penerap ITF pada umumnya memiliki karakteristik perekonomian daerah yang relatif homogen. Namun, bagi Indonesia, hal tersebut sangat relevan mengingat karakteristik perekonomian Indonesia yang terdiri dari banyak kepulauan dan provinsi.

9.2. Implikasi Kebijakan Jangka Pendek

Beberapa implikasi kebijakan jangka pendek yang mendasar yang dapat ditarik dari pengamatan di atas adalah sebagai berikut.

(i) Perlunya fleksibilitas dan koordinasi integratif kebijakan

Krisis dan perubahan perilaku di sektor keuangan yang terjadi dewasa ini menuntut Bank Indonesia untuk lebih fleksibel dan kreatif dalam merespon ketidakpastian yang muncul dalam perekonomian dan berada di luar keyakinan umum. Implikasi kebijakan yang mengemuka dari dampak perubahan pesat sektor keuangan dan krisis keuangan global yang akhirnya membawa risiko ini adalah bahwa pencapaian stabilitas makroekonomi tidak hanya terkait dengan stabilitas harga (*price stability*), namun juga berinteraksi dengan stabilitas sistem keuangan (*financial stability*). Kebijakan parsial yang hanya mengedepankan stabilitas harga atau sistem keuangan saja, akan dapat mengakibatkan pengelolaan stabilitas makroekonomi dalam jangka menengah-panjang menjadi kurang optimal. Belum lagi apabila memperhitungkan masih adanya kendala struktural di sisi suplai yang belum dapat diatasi dengan segera. Kondisi tersebut pada akhirnya mempunyai implikasi lanjutan pada perlunya koordinasi kebijakan yang terintegratif antara kebijakan moneter, kebijakan perbankan dan kebijakan ekonomi yang ditempuh otoritas lain.

(ii) Peningkatan pemahaman atas peran penting sektor keuangan

Perubahan lingkungan ekonomi dewasa ini juga berimplikasi bahwa formulasi kebijakan moneter oleh Bank Indonesia perlu semakin mempertimbangkan peran strategis dan dinamika sistem keuangan. Dinamika yang terjadi dalam krisis keuangan menunjukkan bahwa kebijakan moneter perlu diarahkan untuk semakin mengantisipasi risiko instabilitas makroekonomi yang bersumber dari sistem keuangan. Untuk itu, format kebijakan moneter di Indonesia dapat disusun dengan tetap menjadikan kestabilan harga sebagai unsur utama yang mempengaruhi respon kebijakan moneter. Namun, kestabilan harga perlu mengalami perluasan yaitu dengan mengakomodir indikator kestabilan keuangan dan memiliki horison *forward looking* lebih panjang. Beberapa indikator asset price termasuk harga saham dan harga properti perlu banyak mendapat perhatian dalam formulasi

kebijakan moneter. Adanya peningkatan harga aset yang berlebihan seperti ketika terjadinya gelembung (*bubble*) menuntut Bank Indonesia untuk bertindak secara terukur. Membiarkan *bubble* membesar dan kemudian berharap terjadi koreksi yang *mild* tampaknya bukanlah tindakan yang prudent. Selain itu, beberapa indikator perbankan yang perlu dicermati juga adalah perkembangan nilai dan kualitas kredit. Berdasarkan pengamatan kredit yang begitu cepat dan diarahkan kepada sektor non produktif seperti konsumsi akan memberikan tekanan terhadap stabilitas sistem keuangan karena tidak ditopang oleh basis yang kuat. Pada saat bersamaan respon kebijakan perlu juga perlu mempertimbangkan kondisi kualitas kredit dengan mencermati perkembangan *non performing loan* (NPL) sektor perbankan.

(iii) Perlunya memperhitungkan pengaruh regional dari kebijakan moneter.

Dalam era otonomi daerah yang akan semakin intens serta patern perkembangan ekonomi daerah akan semakin heterogen, maka dalam perumusan kebijakan moneter perlu dilakukan pemetakan sensitivitas/respons daerah atas kebijakan moneter Bank Indonesia yang ditetapkan secara *nation-wide*. Hal ini mengingat, walaupun kebijakan moneter ditetapkan dalam kesatuan kebijakan yang bersifat nasional, dampak kebijakan moneter terhadap ekonomi regional akan sangat berbeda. Ini dikarenakan oleh lama dan intensitas siklus kegiatan ekonomi, dan demikian pula sumber dan intensitas tekanan inflasi, antar daerah yang berbeda. Selain itu, disebabkan oleh adanya perbedaan karakteristik daerah dalam merespons kebijakan suku bunga maupun peraturan perbankan. Langkah pemetaan tersebut sejalan dengan upaya untuk menyelaraskan penetapan sasaran inflasi nasional untuk konteks perekonomian daerah, paling tidak dalam jangka pendek, serta penggalangan TPI di tingkat daerah. Dengan demikian, ke depan diharapkan penerapan ITF dapat menjangkar perbedaan karakteristik perekonomian daerah, sedemikian hingga dapat mengurangi divergensi inflasi dan disparitas kinerja perekonomian antar daerah, serta mendukung hasil pembangunan nasional.

(iv) Penguatan strategi komunikasi kebijakan

Last but not least, dalam jangka pendek perlu ditekankan pentingnya komunikasi kebijakan moneter. Dalam konteks ini, strategi komunikasi kebijakan perlu diperkuat. Apalagi dalam kondisi dimana mekanisme transmisi kebijakan moneter terkendala, Bank Indonesia hanya bisa memengaruhi suku bunga jangka pendek (PUAB O/N), sementara suku bunga jangka panjang, seperti suku bunga kredit, penyaluran kredit, dan yield SUN, yang berpengaruh kepada sektor riil, banyak ditentukan oleh ekspektasi publik atas kebijakan moneter ke depan. Disinilah peran komunikasi kebijakan menjadi sangat penting. Komunikasi kebijakan moneter bukan lagi *for the sake of transparency and accountability*, namun lebih sebagai sebuah instrumen kebijakan moneter yang sangat berperan.

9.3. Pemikiran ke Depan: Menuju Format Penerapan ITF yang Sesuai

Sebagaimana telah diuraikan sebelumnya, krisis dan perubahan perilaku di sektor keuangan yang terjadi dewasa ini menuntut Bank Indonesia untuk lebih fleksibel dalam merespon ketidakpastian yang muncul dalam perekonomian dan berada di luar keyakinan umum. Hal ini mempunyai dua konsekuensi mendasar pada perilaku preferensi dan respons kebijakan moneter, yaitu bahwa:

- (i) Dalam jangka pendek dan bersifat mendesak, terutama dalam masa pemulihan ekonomi pasca krisis, preferensi kebijakan moneter yang lebih besar pada pengupayaan pertumbuhan ekonomi dibandingkan dengan kestabilan harga dimungkinkan. Hal tersebut pada dasarnya menegaskan pemikiran bahwa pencapaian sasaran akhir kestabilan harga tidaklah berarti bahwa bank sentral mengabaikan sama sekali upaya-upaya untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Justru sebaliknya, dalam jangka pendek preferensi kebijakan moneter dapat diarahkan dengan perhitungan tertentu untuk dapat mendorong proses pemulihan ekonomi, sementara dalam perspektif jangka panjang pengupayaan kestabilan harga dapat mendorong pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan.
- (ii) Sementara itu, walau dituntut untuk semakin mempertimbangkan peran penting dan dinamika sistem keuangan, format kebijakan moneter di Indonesia sebaiknya tetap disusun dengan menjadikan kestabilan harga sebagai unsur utama yang melandasi respon kebijakan moneter. Dari tataran

taktis, dengan karakteristik perekonomian Indonesia yang sedang mengalami proses perubahan struktural dan fluktuasi makroekonomi yang cukup tinggi, diperlukan suatu rumusan respons kebijakan moneter yang sesuai dengan kondisi tersebut, dan sekaligus mengakomodir unsur fleksibilitas.

9.3.1. **Flexible ITF: makna fleksibilitas**

Secara tersirat, pemikiran tersebut memberikan justifikasi lanjutan terhadap perlunya penerapan ITF yang tidak kaku (*flexible ITF*), tidak hanya dilihat dari tataran strategis, namun juga tataran operasional, sebagai format yang sesuai untuk perekonomian Indonesia. Namun, perlu dipahami bahwa makna “*flexible*” bukan berarti “*no rule*”, mengingat substansi ITF adalah menjangkar pencapaian tujuan kebijakan moneter yang kredibel. Dalam kaitan ini, pertanyaan penting yang harus dijawab adalah sampai sejauhmana batasan makna fleksibilitas yang kita yakini? *How flexible is flexible ITF?*

Dalam kaitan ini, untuk memaknai substansi dasar fleksibilitas, terdapat tiga aspek kritikal yang perlu diperhatikan, yaitu:

(i) **Format preferensi strategis kebijakan**

Sebagaimana krisis keuangan dan perubahan lingkungan ekonomi telah menyentuh beberapa aspek dalam kebijakan moneter, dua pertanyaan yang mendasar adalah bagaimana memperhitungkan peran nilai tukar di satu sisi, serta bagaimana formulasi kebijakan moneter bank sentral mempertimbangkan peran strategis dan dinamika sistem keuangan, di lain sisi?

- **Peran nilai tukar** dalam fungsi tujuan bank sentral secara hipotetis dimungkinkan apabila pengaruh nilai tukar baik terhadap inflasi maupun pertumbuhan ekonomi belum diyakini atau bahkan belum diakomodir. Namun, pengamatan empiris 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. Penaksiran menunjukkan adanya *passthrough effect* yang besar dari perkembangan nilai tukar ke inflasi, dengan *threshold* perubahan nilai tukar 4.2% (m.o.m). jika perkembangan nilai tukar di atas *threshold* maka pengaruh pada peningkatan inflasi cukup besar dan signifikan. *Shocks* kumulatif selama

3 bulan berturut-turut di atas threshold akan memberikan efek kumulatif peningkatan inflasi tahunan sebesar 3.4% (Kurniati dan Permata, 2008). Pandangan tidak perlunya nilai tukar diperhitungkan secara independen sejalan dengan relevansi penerapan sistem nilai tukar yang fleksibel untuk perekonomian Indonesia.

- Peran nilai tukar, baik secara nominal maupun secara riil (REER), sebagaimana selama ini yang terjadi, cukup diperhitungkan sebagai variabel informasi/indikator dalam pelaksanaan kebijakan moneter, baik dalam konteks perannya dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter (melalui *asset rice channel*), maupun dalam pengaruhnya pada stabilitas ekonomi secara makro. Namun demikian, dengan memperhitungkan dinamika perkembangan nilai tukar di tengah semakin terintegrasinya pasar keuangan yang secara global, fleksibilitas 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, dalam mendukung ITF yang fleksibel, pergerakan nilai tukar perlu tetap diarahkan agar sesuai dengan pergerakan fundamental ekonomi yang sedang terjadi melalui kebijakan intervensi di pasar valas yang dilakukan secara terukur.
- **Peran stabilitas sistem keuangan** diperhitungkan dalam fungsi tujuan bank sentral dilandasi oleh pemahaman bahwa dampak perubahan pesat sektor keuangan dan krisis keuangan global membawa implikasi bahwa pencapaian stabilitas makroekonomi, tidak hanya terkait dengan stabilitas harga (*price stability*), namun juga berinteraksi dengan stabilitas sistem keuangan (*financial stability*). Namun, menempatkan stabilitas sistem keuangan sebagai salah satu variabel dalam fungsi tujuan bank sentral, di luar inflasi dan perkembangan output, masih merupakan wacana prematur dan masih perlu digali lebih lanjut. Terkait dengan hal ini, beberapa pendapat telah menegaskan bahwa stabilitas harga tetap merupakan tujuan pokok dari bank sentral. Namun, penginterpretasian substansi stabilitas harus diterjemahkan dalam kerangka pemikiran yang lebih luas, yaitu dengan memperhitungkan indikator stabilitas sistem keuangan. Hal ini terlebih dengan masih belum pulihnya kepercayaan terhadap perbaikan sistem keuangan maupun tingginya ketidakpastian

- dan risiko dalam prospek perekonomian global, yang berdampak pada sulitnya pemenuhan prakondisi ideal untuk penerapan ITF secara kaku.
- Peran indikator stabilitas sistem keuangan selama ini telah diperhitungkan sebagai variabel informasi/ indikator dalam pelaksanaan kebijakan moneter di Indonesia, khususnya terkait dengan informasi mengenai potensi gangguan ketidakstabilan di pasar keuangan. Peran tersebut tentunya perlu digali lebih lanjut. Pengamatan awal menunjukkan bahwa peran *Financial Stability Index* (FSI) sebagai *information variable* jangka cukup penting dalam bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter yang telah memperhitungkan pengaruh persepsi risiko (Goeltom et al., 2009). Hal ini konsisten dengan pandangan mengenai minimalnya konflik di antara pencapaian tujuan stabilitas harga dan stabilitas sistem keuangan.

Berdasarkan uraian di atas dapat disimpulkan bahwa secara eksplisit, fleksibilitas dalam format preferensi strategis kebijakan hanya relevan dalam konteks penetapan sasaran inflasi yang mengakomodir potensi gejolak (*shocks*) perkembangan output dalam jangka pendek.

(ii) Format respons kebijakan.

Dengan pandangan mengenai tidak perlunya nilai tukar dan indikator stabilitas sistem keuangan untuk diperhitungkan secara eksplisit dalam fungsi tujuan bank sentral, namun lebih sebagai variabel informasi atau indikator kebijakan, maka pertanyaan yang muncul adalah sejauhmana makna fleksibilitas mengakomodir peran kedua variabel tersebut dalam format respons kebijakan bank sentral? Terkait dengan peran nilai tukar, pemaknaan fleksibilitas penerapan ITF secara teknis berarti bahwa nilai tukar ditempatkan secara *ad-hoc* dengan bobot tertentu dalam *reaction function* kebijakan moneter. Konsep ini menurut Ball (1999), dan Svensson (2000) cukup layak karena dapat mengurangi ketidakstabilan makroekonomi. Beberapa pengamatan empiris untuk perekonomian dengan karakteristik *exchange rate pass-through* yang cukup besar serta perkembangan inflasi yang relatif tinggi dan tidak stabil (Meksiko dan Chile) menunjukkan kelayakan penggunaan *bending rule* ini (Edwards, 2006). Dalam kaitan ini, dari hasil pengamatan

terhadap perilaku respon kebijakan moneter dapat disimpulkan mengenai justifikasi memperhitungkan perilaku nilai tukar pada pelaksanaan kebijakan moneter berbasis ITF di Indonesia, yaitu dalam format *bending Taylor rule* (Goeltom, 2010). Sementara itu, pengamatan secara khusus mengenai peran indikator stabilitas sistem keuangan dalam suatu *response function* belum pernah dilakukan. Namun, pengamatan secara umum, merujuk pada format *state-contingent rule*, menyimpulkan bahwa *state-contingent rule* dapat merepresentasikan rumusan *policy rule* yang optimal bagi perekonomian Indonesia (Solikin, 2005).

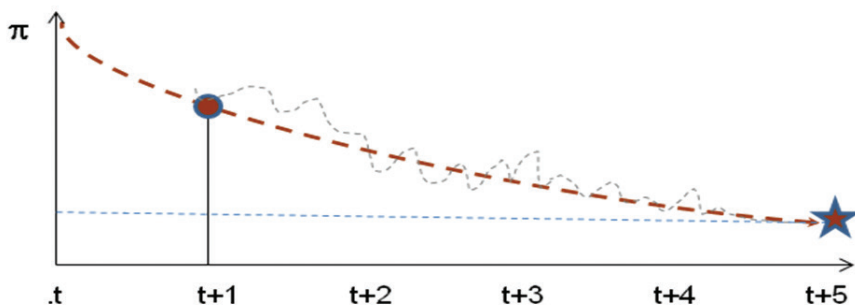
(iii) Panjang horison pencapaian sasaran inflasi.

Secara teknis, makna fleksibilitas terkait dengan horison waktu pencapaian sasaran inflasi dan besaran *shocks* yang ditolerir dalam penerapan respon kebijakan. Sebagaimana diketahui, fakta empiris menunjukkan bahwa dinamika (in)stabilitas harga umumnya mencerminkan *shocks* riil maupun respons kebijakan, sementara dinamika (in)stabilitas sistem keuangan kurang dapat diprediksi dan umumnya persisten dalam kurun waktu yang agak panjang. Di sinilah peran *flexible ITF* diperlukan untuk menjembatani perbedaan horison waktu pencapaian stabilitas harga dan stabilitas sistem keuangan. Untuk konteks Indonesia, sementara ini baru terdapat pemahaman bahwa dalam jangka panjang inflasi akan diarahkan ke angka 3%, sesuai dengan sasaran inflasi negara penerap ITF lainnya, baik negara maju maupun *emerging markets*. Sementara itu, untuk sasaran jangka menengah lima tahun ke depan, Bank Indonesia mengusulkan sasaran inflasi sebesar 4% di tahun 2014, sesuai dengan RPJM.

Apakah hal tersebut sudah cukup? Tentunya belum. Dengan memperhitungkan perlunya pengumuman sasaran inflasi jangka menengah, disamping sasaran jangka pendek, untuk menjangkar ekspektasi publik ke depan, perlunya penetapan sasaran inflasi yang sejalan antara kebijakan moneter BI dengan pemerintah (APBN dan rumusan kebijakan fiskal jangka menengah), serta perlunya mengakomodir fleksibilitas untuk memberikan ruang terhadap pemulihan ekonomi sejalan dengan perkiraan membaiknya pertumbuhan ekonomi global, maka beberapa pemikiran perlu dipertimbangkan. *Pertama*, penetapan (pengumuman) sasaran inflasi jangka

menengah (5 tahun) yang menjadi rujukan kebijakan BI dan pemerintah ke depan. Misalnya, sasaran inflasi tahun 2014 sebesar 4%. *Kedua*, penetapan sasaran inflasi jangka pendek hanya 1 tahun ke depan ($t+1$); untuk memberikan ruang fleksibilitas tahun-2 berikutnya ($t+2$ sd $t+4$). *Ketiga*, penetapan sasaran jangka pendek dilakukan dengan memperhitungkan kondisi yang realistis, namun dengan tetap menjangkar sasaran jangka menengah ($t+5$). Secara ilustratif paparan tersebut dapat diperlihatkan pada Grafik VIII.1.

Grafik 9.1. Lintasan Inflasi dalam Format *Flexible ITF*



9.3.2. *Flexible ITF* dan kondisi kecukupan: *macroprudential regulatory framework* dan *credible flexibility*

Sebagaimana dijelaskan sebelumnya, dalam format *flexible ITF*, substansi stabilitas dapat dijabarkan dalam kerangka pemikiran yang lebih luas, yaitu dengan memperhitungkan indikator stabilitas sistem keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam penerapan *flexible ITF* bahwa pencapaian stabilitas harga adalah hanya memenuhi syarat perlu (*necessary condition*), belum kondisi kecukupan (*sufficient condition*). Untuk itu, keberhasilan penerapan *flexible ITF* harus didukung dengan kerangka kerja pengaturan di sektor keuangan secara makro (*macroprudential regulatory framework*). Hal ini sekaligus untuk mengatasi belum terpenuhinya salah satu “prakondisi” keberhasilan penerapan ITF, yaitu adanya sistem keuangan yang sehat dan berfungsi secara efisien. Dalam kaitan ini, instrumen *macroprudential* yang digunakan perlu dirumuskan untuk mencapai

tujuan utama, yaitu menghilangkan *procyclicality* dalam mekanisme transmisi kebijakan, atau dengan kata lain mengekang antusiasme yang berlebihan dalam sistem keuangan.

Pada akhirnya format *flexible ITF* harus memperhitungkan *trade-off* antara fleksibilitas dan kredibilitas. Dalam kaitan ini, sebagaimana disampaikan sebelumnya, horison waktu pencapaian sasaran inflasi dapat saja diperpanjang; namun, hal tersebut harus dilakukan dengan perhitungan yang matang. Pelonggaran horison waktu yang berlebihan dan dilakukan dengan sering akan mengurangi kredibilitas kebijakan itu sendiri. Selain itu, dalam hal kebijakan moneter harus mentolerir *shocks* dalam jangka pendek, harus terdapat acuan yang terukur untuk menilai apakah *shocks* yang muncul bermasalah atau tidak, sehingga respons kebijakan yang diterapkan sesuai. Sebagai konsekuensi, pada dasarnya penerapan *flexible ITF* harus mencerminkan pencapaian tujuan yang tidak hanya fleksibel, namun fleksibel yang kredibel (*credible flexibility*).



LAMPIRAN

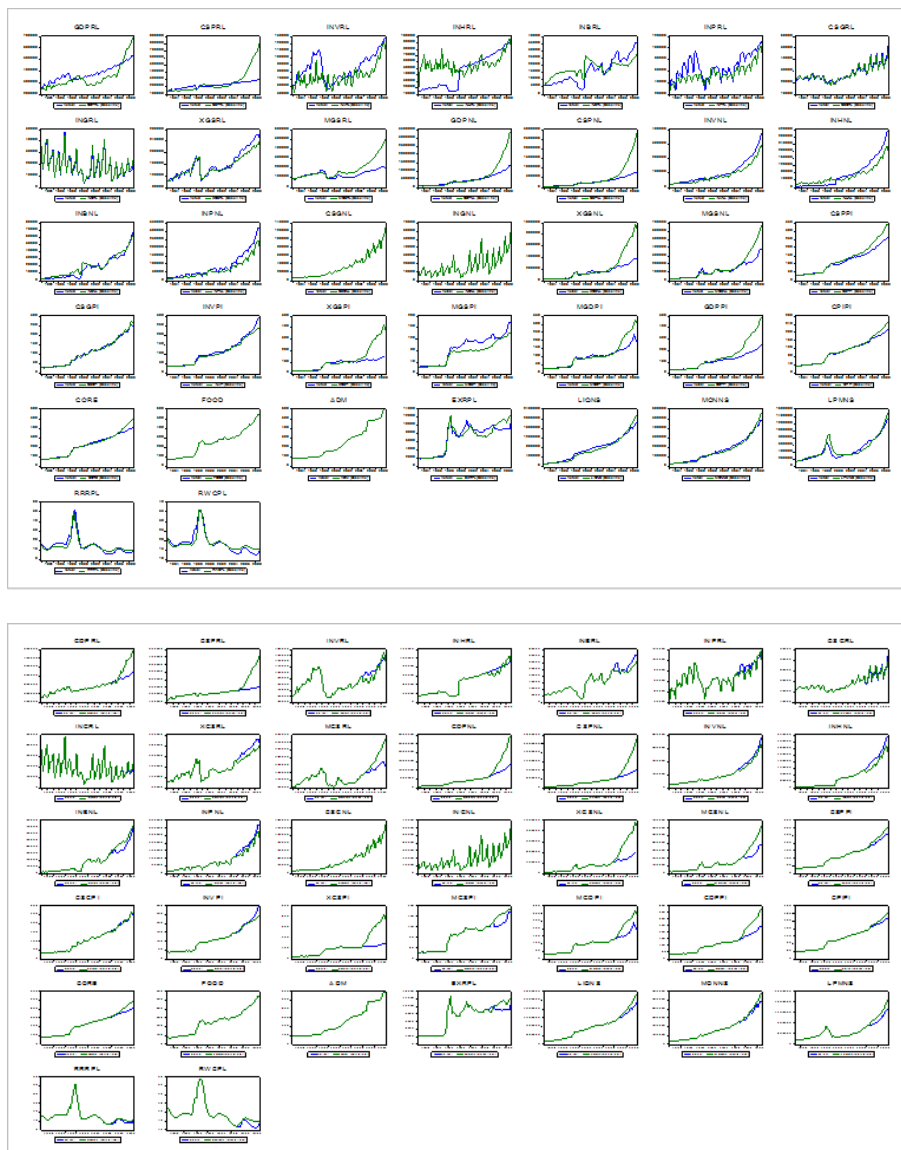
Lampiran 5. Perubahan Instrumen Pasar Uang

No	Perubahan Instrumen	Tanggal
1	Penutupan FASBI O/N	17 Januari 2005
2	FASBI 7 hari dibuka dgn rate 7,25%	1 April 2005
3	Building Stock 1	7 April 2005
4	Building Stock 2	14 April 2005
5	FTK dilakukan pertama kali dgn tenor 3 hari, fix rate = 3,625%	26 April 2005
6	FTK 4 hari, fix rate = 5,75%	2 Mei 2005
7	Frekuensi lelang SBI kembali menjadi mingguan	4 Mei 2005
8	FTK 6 hari, fix rate = 5,75%	6 Mei 2005
9	FTK 2 hari, fix rate = 3,625%	10 Mei 2005
10	FTK 3 hari, fix rate = 3,625%	16 Mei 2005
11	FTK 4 hari, fix rate = 5,75%	19 Mei 2005
12	FTK 6 hari, fix rate = 5,75%	25 Mei 2005
13	FTK 3 hari, fix rate = 3,625%	30 Mei 2005
14	Jumlah maksimum SBI yang dapat direpokan turun dari 50% mjd 25% dan repo rate dinaikkan dari 100bps menjadi 200bps dari yg tertinggi antara RRT SBI 1 bulan hasil lelang atau rate PUAB O/N pada satu hari kerja sebelumnya	1 Juni 2005
15	Implementasi BI Rate	5 Juli 2005
16	Building Stock 3	15 Agustus 2005
17	Penutupan SBI Repo	22 Agustus 2005
18	FTK O/N pagi, fix rate = 7%	25 Agustus 2005
19	FTK O/N pagi, fix rate = 7%	26 Agustus 2005
20	FTK O/N pagi & sore, variable rate	29 Agustus 2005
21	Building Stock 4	6 September 2005
22	FTK O/N pagi ditiadakan	8 September 2005
23	FTK 3 hari, SOR 7,5%	20 September 2005
24	FTK 5 hari, SOR 8%	21 September 2005
25	Building Stock 5	23 September 2005
	FTK dihentikan	
26	FASBI O/N hanya dibuka sesi pagi dgn rate 4,5% FASBI 7 hari dibuka pagi sd sore dgn rate BI Rate – 200bps	11 Oktober 2005
27	Building Stock 6	13 Oktober 2009
28	FTE O/N, fix rate 13%	18 Oktober 2005

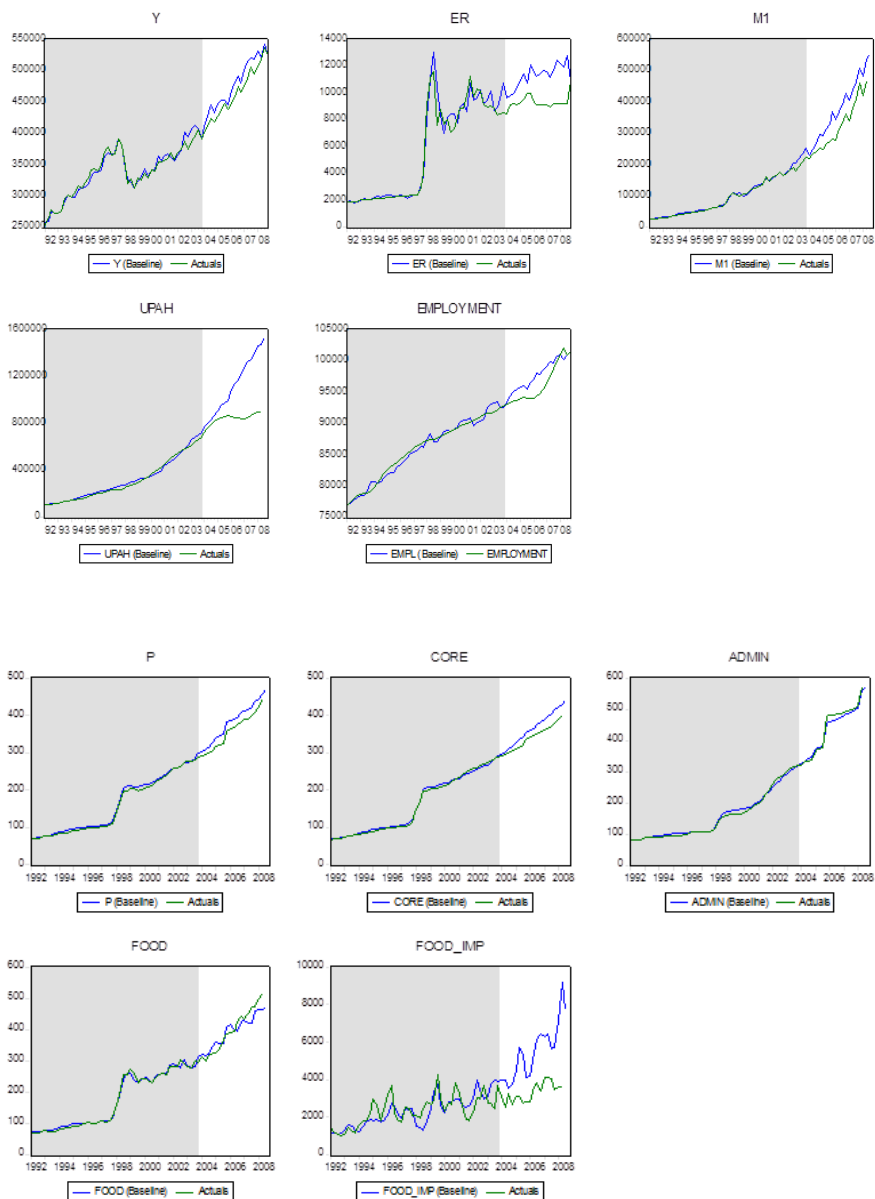
No	Perubahan Instrumen	Tanggal
29	FASBI O/N dan 7 hari dibuka sesi pagi dan sore. Rate FASBI O/N = BI Rate – 500bps dan FASBI 7 hari = BI Rate – 200bps	1 November 2005
30	FASBI O/N rate 7,75% FASBI 7 hari rate 10,75%	7 Desember 2005
31	FTE O/N, fix rate = 14,75%	9 Desember 2005
32	FTE O/N, fix rate = 14,75%	26 Januari 2006
33	FTE O/N, fix rate = 14,75%	27 Januari 2006
34	SBI Repo kembali dibuka dgn rate BI Rate + 300bps	7 Februari 2006
35	Reverse Repo SUN	7 Februari 2006
36	FTE O/N, fix rate = 14,75%	20 Februari 2006
37	FTE O/N, fix rate = 14,75%	6 April 2006
38	FTE O/N, fix rate = 14,75%	1 Mei 2006
39	FASBI 7 hari ditutup	2 Mei 2006
40	Lelang SBI 1 bulan menggunakan metode FRT Penjarangan lelang SBI 3 bulan dari tiap 1 bulan menjadi 3 bulan sekali	10 Mei 2006
41	Lelang SBI 1 bulan untuk pertama kalinya di-ration	6 September 2006
42	Pembelian SUN bilateral	12 dan 13 Sept 2006
43	Building stock SUN bilateral	8 Februari 2007
44	FTE O/N, fix rate 12%	28 Maret 2007
45	FTE O/N, fix rate 13%	13 April 2007
46	Building stock SUN distop sementara	1 Oktober 2007
47	Penutupan sementara FASBI O/N	11,17,18,19 Okt 07
48	Building stock SUN dimulai lagi	16 November 2007
49	Aktivasi FTO FTE O/N, variable rate, pagi sore FTK > 2 hari, variable rate, pagi sore	21 Januari 2008
50	Penyempurnaan window time standing facility menjadi 16.00 – 17.00, SBI yang dapat direpokan 100%, SUN dapat digunakan sebagai kolateral SF dan FTE	1 Februari 2008
51	Lelang SBI 1 dan 3 bulan dengan variable rate	6 Februari 2008
52	Lelang SBIS pertama kali, SWBI dihentikan	2 April 2008
53	Rate FASBI O/N = BI Rate – 300bps Standing facilities menjadi BI Rate +/- 300bps	3 April 2008
54	Lelang SBI 6 bulan, variable rate	23 April 2008
55	SOR FTO = BI Rate, aktivasi FTK O/N, timing FTO 50bp	1 Mei 2008
56	BI membeli SPN di pasar primer 1	29 Mei 2008
57	Suku bunga PUAB O/N sbg sasaran operasional	9 Juni 2008
58	Implementasi Fair Market Value pada lelang SBI	11 Juni 2008
59	BI membeli SPN di pasar primer 2	26 Juni 2008
60	BI membeli SPN di pasar primer 3	1 Agustus 2008

No	Perubahan Instrumen	Tanggal
61	BI membeli SPN di pasar primer 4	28 Agustus 2008
62	Penyempitan standing facilities Rate FASBI O/N = BI Rate -200bps Rate Repo O/N = BI Rate+300bps	4 September 2008
63	Penyempitan standing facilities Rate FASBI O/N = BI Rate – 100bps Rate Repo O/N = BI Rate + 100bps	16 September 2008
64	Perpanjangan Tenor FTO menjadi 3 bulan	23 September 2008
65	Perpanjangan tenor FX Swap menjadi 1 bulan	15 Oktober 2008
66	Pembelian SUN dari pasar sekunder	29 Oktober 2009
67	Pembelian SUN dari pasar sekunder	3 November 2008
68	Pembelian SUN dari pasar sekunder	10 November 2008
69	Penggunaan FPJP	14 November 2008
70	FTE 10 hari	18 November 2008
71	FTE 10 hari	24 & 25 Nov 08
72	Perpanjangan FPJP	28 November 2008
73	Penyempitan standing facilities Rate FASBI O/N = BI Rate – 50bps Rate Repo O/N = BI Rate + 50bps	4 Desember 2008
74	Pengaktifan FTE fix rate 7hr dan Window repo 2-14 hari dengan Rate = Repo O/N + 25bps (harian)	9 Desember 2008
75	Aktivasi Reverse Repo SUN	27 Februari 2009
76	Pengaktifan Repo 1 bulan, rate = SBI 1 bulan + 75bps (mingguan)	17 April 2009
77	Pengaktifan Repo 3 bulan, rate = SBI 3 bulan + 75bps	7 September 2009

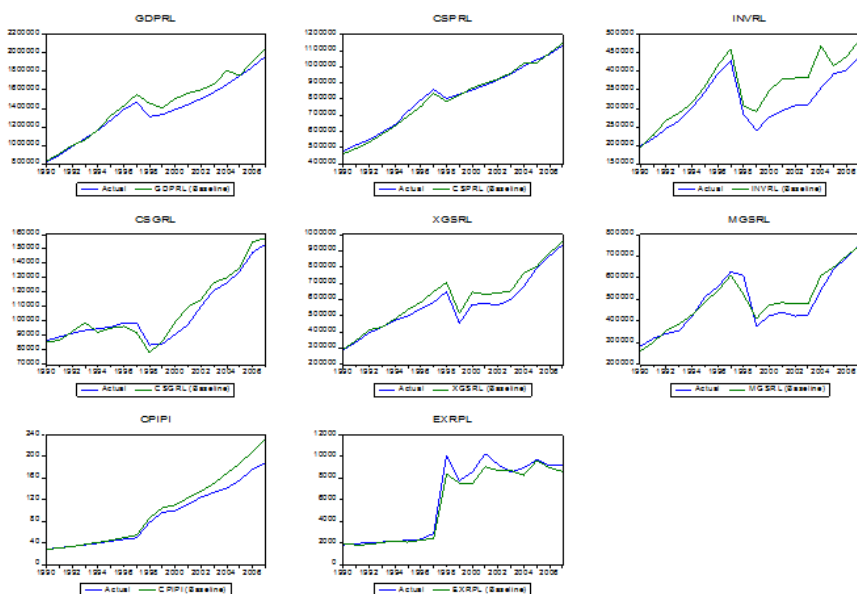
Lampiran 7.1. Evaluasi Model SOFIE



Lampiran 7.2. Evaluasi Model SSMX



Lampiran 7.3. Evaluasi Model MODBI

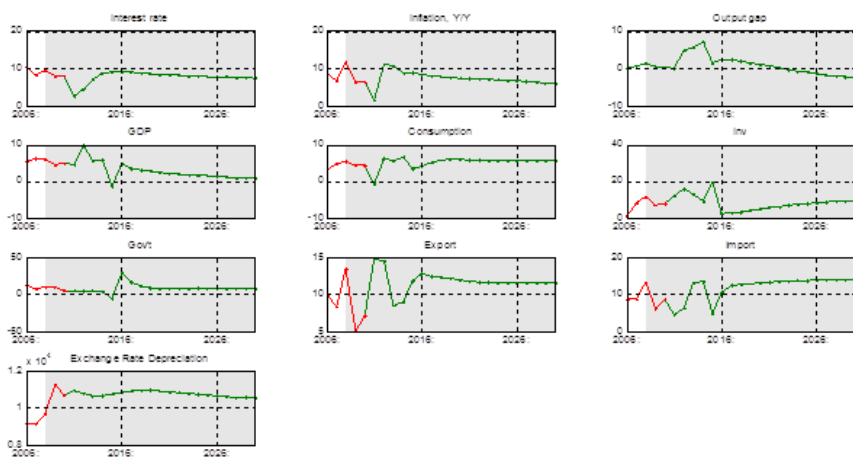


Hasil Proyeksi MODBI (1990 – 2007)

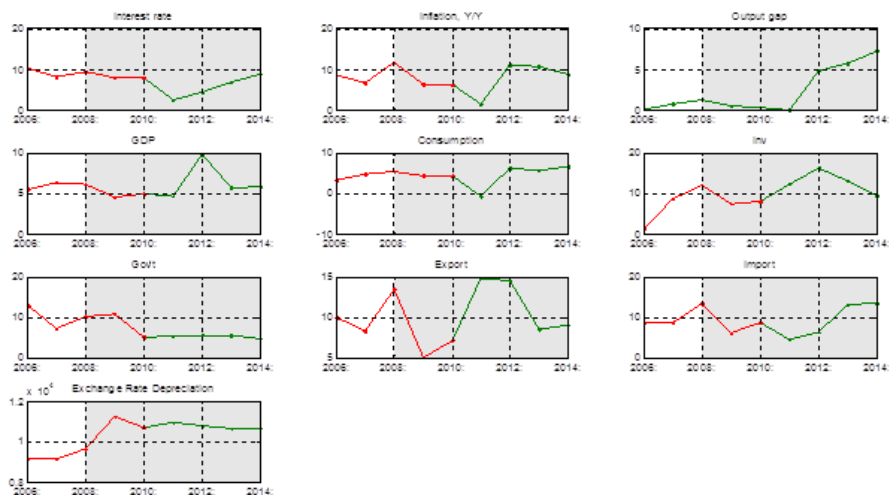
Hasil Uji Stasioner *Forecast Error* MODBI

Variabel	ADF t-stat	Prob.
GDPRL	-3.646	0.0153
CSPRL	-4.168	0.0053
INVRL	-1.007	0.7272
CSGRL	-4.351	0.0037
XGSRL	-5.933	0.0002
MGSRL	-4.808	0.0015
CPIPI	-3.588	0.0172
EXRPL	-6.188	0.0001

Lampiran 7.4. Evaluasi Model BISMA / GEMBI



Plot Hasil Proyeksi BISMA (long sample)



Plot Hasil Proyeksi BISMA (short sample)

REFERENSI UTAMA

- Acharya, Viral V. and Metthew Richardson, eds. (2009), *Restoring Financial Stability: How to Repaire a Failed System*, NYU Stern School of Business, Wiley & Sons, Inc.
- Alamsyah, Halim (2008), "Persistensi Inflasi dan Kebijakan Moneter di Indonesia", Disertasi Doktoral, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Amato, Jefferey D, Stephen Morris, dan Hyun Song Shin (2003). "Communications and Monetary Policy". BIS Working Paper No. 123, January.
- Andrle, Michal, C.Freedman, R. Garcia-Saltos, D. Hermawan, D. Laxton, and H. Munandar (2009), "Adding Indonesia to Global Projection Model", *IMF Working Paper*, WP/09/253.
- Arestis, P. (2009), *New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal*, **Working Paper**, The Levy Economic Institute, No. 564, May.
- Baka, W. (1995), "Please Respect the National Bank," *Central Banking*, vol.5, pp.65-72, 1994-95.
- Bank Indonesia (2006), "Evaluasi Implementasi Langkah-langkah Penguatan Kebijakan Moneter dengan Sasaran Akhir Kestabilan Harga: Pandangan, Respons, dan Ekspektasi Stakeholder", *Proceeding Round Table Discussion*, Agustus.
- _____ (2005), "Manual Inflation Targeting Framework di Indonesia", Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter.
- _____ (2009), "Analisis Makro Perilaku Suku Bunga PUABO/N dan Mekanisme Transmisi", Catatan Riset Bulan Oktober, BKM/Tim-4.
- _____ (2003), *System of Models for Fgorecasting and Policy Analysis*, Seminar Macroeconomic Model, Denpasar, Bali.
- _____ (2009), *Evaluasi Penggunaan Model dalam Proyeksi Medium-Term di Bank Indonesia*. Catatan Riset No.11/38/DKM/BRE/Cat tanggal 16 April 2009.
- Benes, J., C. B. Marta and D. Vavra (2007), *A Simple DGE Model for Inflation Targeting*, IMF Working Paper 07/197.
- Bernanke, Ben, T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press
- Bernanke, Ben S. (2004), "Central Bank Talk and Monetary Policy", FRB Speech at the Japan Society Corporate Luncheon, New York.

- Blinder, Alan S. (1982), "Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy", *NBER Working Paper*, No. 982.
- Bindseil, Ulrich (2004), *Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present*, Oxford University Press.
- Bofinger, Peter (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press
- Borio, C and W Nelson (2008): "Monetary Operations and the Financial Turmoil", in *BIS Quarterly Review*, March, pp31-46,
- Carare, A. and M.R. Stone (2003). "Inflation Targeting Regimes". *IMF Working Paper* No. WP/03/9, January.
- Carney, Mark (2009), "Some Considerations on Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity", Remarks to a symposium sponsored by the FRB of Kansas City, August.
- Debelle, G. and S. Fischer (1995), "How Independent Should A Central Bank Be?" in J.Fuhrer, ed., *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No.38, pp. 195-221.
- Disyatat, P. dan G. Galati. (2005). "The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries." *BIS Working Paper* 172.
- Elgie, Robert (1995). "Core Executive-Central Bank Relations: Central Bank Independence: What It Is and How to Compare It," unpublished *Political Studies Association 1995 Annual Conference Paper*, Political Studies Association.
- Ercerg, C.J., and Andrew T. Levin (2003), "Imperfect Credibility and Inflation Persistence", *Journal of Monetary Economics*, 50 (2003) 915-944.
- Fraga, E., I. Goldfajn and A. Minella (2004), "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", In Mark Gertler and Kenneth Rogoff (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2003*, Cambridge, MA: MIT Press
- Fraser, B.W (1994). Central Bank Independence: What Does It Means?," Pidato pada 20th SEANZA Central Banking Course, Karachi, 23 Nopember.
- Freedman, Charles and Douglas Laxton1 (2009), "Why Inflation Targeting?," *IMF Working Paper*, WP/09/86, April.
- Goeltom, Miranda S. (2009), "Financial Crisis and Shifting Paradigm", in *From Crisis to Crisis: A Central Banker's Perspective*, forthcoming, Gramedia.

- Goeltom, Miranda S., Solikin M. Juhro, and Firman Mochtar (2009), "Indonesian Monetary Policy Transmission Mechanism and the Role of Risk Perception", Reserach Notes, Bank Indonesia, March.
- Grilli, V., D. Masciandaro, and G. Tabellini (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, 13.
- Haan, Jacob De, F. Amtenbrink, and Eijffinger S.C.W. (1999), "Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No, 209.
- Harmanta (2009), "Kredibilitas Kebijakan dan Proses Disinflasi di Indonesia: Pendekatan DSGE", Disertasi Doktoral, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Ho, Corrinne (2008), "Implementing Monetary Policy in 2000s: Operating Procedures in Asia and Beyond". BIS Working Paper No. 253
- IMF (2009), "Indonesia: 2009 Article IV Consultation – Staf Report", p. 10, July.
- ____ (2006), "Review of Inflation Targeting Framework in Indonesia", *Aide Memoire*, September.
- Juhro, Solikin M (2008), "Tinjauan Kredibilitas dan *Time Consistency* Kebijakan Moneter di Indonesia", *Mimeo*.
- Mboweni, T.T. (2000) "Central Bank Independence," Pidato pada the Reuters Forum Lecture, Johannesburg, 11 Oktober.
- Meyer, Laurence H.(2000), *The Politics of Monetary Policy: Balancing Independence and Accountability*, Speech at the University of Wisconsin, LaCrosse, Wisconsin, 24 Oktober.
- Mishkin, Frederic S. (2008), "Is Monetary Policy Efferctive during Financial Crises?", *Mimeo*, December.
- _____ (2007), "Does Inflation Targeting Make a Difference?", *NBER Working paper*, No.12876 (January).
- Mohanty, M.S. and Michela Scatigna (2004), "Countercyclical Fiscal Policy and Central Bank", BIS Working Paper,
- Mishkin, F.S dan K. Schmidt-Hebbel (2001), "One Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know", NBER WP 8397
- Mochtar, Firman (2004), "Fiscal and Monetary Policy Interaction: Evidences and Implication for Inflation Targeting in Indonesia", *Buletin Ekonomi, Moneter dan Perbankan*, Vol. 7(3)

- Orphanides, A. dan J.C. Williams (2007), *Inflation Targeting under Imperfect Knowledge*. Federal Reserve Bank of San Francisco. <http://www.frbsf.org/publications/economics/review/2007/er1-23.pdf>
- Roger, Scott (2009), "Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges", *IMF Working Paper*, WP/09.236, October.
- _____ and M. Stone (2005), "On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets", *IMF Working Paper*, WP/05/163.
- _____, Jorge Restrepo, and Carlos Gracia (2009), "Hybrid Inflation Targeting Regimes", *IMF Working Paper*, WP/09/234, October.
- Sahminan (2008), "Effectiveness of monetary policy communication in Indonesia and Thailand", *BIS Working Paper* No 262, September.
- Schmidt-Hebbel, K., and A. Werner. (2002). *Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate*. Working Paper 171, Central Bank of Chile, Santiago.
- Siregar, R. and S. Goo (2008), "Inflation Targeting Policy; The Experience of Indonesia and Thailand", Centre for Applied Macroeconomic Analysis, The Australian National University, Working Paper 23/2008. <http://cama.anu.edu.au>
- Solikin (2005), "Fluktuasi Makroekonomi dan Kebijakan Moneter yang (Sub)Optimal: Studi Kasus di Indonesia", Disertasi Doktorat, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Sugema, Iman and Toni Bakhtiar (2009), "(In)effectiveness of Monetary Policy in Managing Inflation: A Linier Rational Expectation Model", Working Paper, International Center for Applied Finance and Economics (InterCAFE), Bogor Agricultural University.
- Svensson, Lars E.O. (2009a), "Flexible Inflation Targeting: Lessons from Financial Crisis", Keynote speech delivered at the workshop "Towards a New Framework for Monetary Policy: Lessons from the Crisis", organized by De Nederlandsche Bank, Amsterdam, September 21.
- _____ (2009b), "Evaluating Monetary Policy", NBER Working Paper, W1585, September.
- _____ (2001), "Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand", report to the Minister of Finance, www.larseosvensson.net.

- Svensson, Lars E.O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim, and Erling Steigum (2002), "An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway", CEPS Working Paper No. 82, September.
- Taylor, John B. (2001), "The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules", *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, hal. 263-267
- Tobin, James (2003), *World finance and economic stability: selected essays of James Tobin*, Edward Elgar Publishing Inc.
- Walsh, Carl E. (2008), "Inflation Targeting: What have We Learned?", The John Kuszczak Memorial Lecture, University of Carolina, Santa Criuz, July.
- Warjiyo, Perry and Juda Agung, Eds. (2002), *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia*, Directorate of Economic Research and Monetary Policy, Bank Indonesia.
- Wimanda, R. E. (2006), "Regional Inflation in Indonesia: Characteristic, Convergence and Determinants", Working Paper No WP/13/2006. Bank Indonesia.
- Yanuarti, Tri (2007), "Persistensi Inflasi di Indonesia", Working Paper Bank Indonesia.





BANK INDONESIA
BANK SENTRAL REPUBLIK INDONESIA

Gedung D - BI Institute
M.H. Thamrin No. 2, Jakarta 10110