
Seri Kebanksentralan



No. 6

Kebijakan Moneter di Indonesia

Perry Warjiyo
Solikin

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)

BANK INDONESIA

SERI KEBANKSENTRALAN

Seri Kebanksentralan Bank Indonesia

1. Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian, oleh Solikin dan Suseno, Desember 2002.
2. Penyusunan Statistik Uang Beredar, oleh Solikin dan Suseno, Desember 2002.
3. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter, oleh Ascarya, Desember 2002.
4. Neraca Pembayaran: Konsep, Metodologi, dan Penerapan, oleh F.X. Sugiyono, Desember 2002.
5. Kelembagaan Bank Indonesia, oleh F.X. Sugiyono dan Ascarya, Desember 2003.
6. Kebijakan Moneter di Indonesia, oleh Perry Warjiyo dan Solikin, Desember 2003.
7. Sistem dan Kebijakan Perbankan di Indonesia, oleh Suseno dan Piter Abdullah, Desember 2003.
8. Kebijakan Sistem Pembayaran di Indonesia, oleh Sri Mulyati Tri Subari dan Ascarya, Desember 2003.
9. Organisasi Bank Indonesia, oleh Suarpika Bimantoro dan Syahrul Bahroen, Desember 2003.

Seri Kebanksentralan ini diterbitkan oleh:
Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK)
BANK INDONESIA

Jl. MH. Thamrin No. 2, Gd. Tipikal Lt. 2, Jakarta 10010
No. Telepon: 021-3817628, No. Fax: 021-3501912
e-mail: PPSK@bi.go.id

Penulis adalah peneliti pada Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan – Bank Indonesia
Isi dalam tulisan ini sepenuhnya merupakan tanggung jawab penulis

Kebijakan Moneter di Indonesia

Perry Warjiyo
Solikin

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)
BANK INDONESIA

Jakarta, Desember 2003

Warjiyo, Perry

Kebijakan Moneter di Indonesia/ Perry
Warjiyo, Solikin. -- Jakarta : Pusat
Pendidikan dan Studi Kebanksentralan
(PPSK) BI, 2003.

i-viii; 72 hlm. ; 15,2 cm x 22,8 cm.

-- (Seri Kebanksentralan ; 6)

Bibliografi : hlm. 70

ISBN 979-3363-06-1

Sambutan

Sejalan dengan amanat yang diemban dalam UU No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, dalam menjalankan tugas dan tanggung jawabnya Bank Indonesia senantiasa berupaya untuk mewujudkan iklim keterbukaan. Selain itu, sebagai sumbangsih Bank Indonesia untuk berperan dalam kegiatan peningkatan wawasan dan pembelajaran kepada masyarakat, dalam tiga tahun terakhir ini Bank Indonesia juga terus berupaya untuk meningkatkan kualitas kegiatan penelitian yang ditujukan untuk memperkaya khazanah ilmu kebanksentralan. Sejalan dengan hal tersebut, pada kesempatan ini Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bank Indonesia, menerbitkan buku seri kebanksentralan.

Lingkup materi yang dibahas dalam rangkaian buku seri kebanksentralan pada kesempatan kali ini adalah menyangkut berbagai aspek yang terkait dengan keberadaan bank sentral, mulai dari aspek kelembagaan, kebijakan-kebijakan yang ditempuh, sampai dengan organisasi. Berkaitan dengan hal tersebut, sebagai lanjutan dari buku seri yang telah diterbitkan sebelumnya, kami menerbitkan lima seri buku sekaligus, yang terdiri dari: (i) Kelembagaan Bank Indonesia, (ii) Kebijakan Moneter di Indonesia, (iii) Sistem dan Kebijakan Perbankan di Indonesia, (iv) Kebijakan Sistem Pembayaran di Indonesia, dan (v) Organisasi Bank Indonesia.

Guna memudahkan pemahaman pembaca, ulasan masing-masing aspek mengenai bank sentral tersebut dilihat dari dua tataran, yaitu konsep/teori serta pengalaman dan pelaksanaannya di Indonesia. Buku seri ini juga menggunakan bahasa yang cukup sederhana dan mudah dipahami secara luas, serta sejauh mungkin menghindari penggunaan istilah-istilah teknis yang kiranya dapat mempersulit pembaca dalam memahai isi buku. Meskipun disajikan dengan singkat dan dalam bahasa yang sederhana, pada setiap bagian dalam tulisan ini diberikan bahan-bahan yang dapat dipergunakan sebagai referensi bagi pembaca yang bermaksud untuk memperdalam pemahaman mengenai bagian yang bersangkutan.

Akhirnya, mengiringi rasa syukur kepada Tuhan Yang Maha Pemurah, pada kesempatan ini kami menyampaikan terima kasih dan penghargaan kepada para penulis yang telah berusaha secara maksimal serta pihak-pihak yang telah memberikan kontribusi berharga dalam penyusunan buku ini. Semoga buku ini bermanfaat dan menambah khazanah pengetahuan kita.

Jakarta, Desember 2003

Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan

F.X. Sugiyono

Peneliti Utama Senior

Pengantar

Bank sentral memiliki fungsi dan peranan yang strategis dalam mendukung perkembangan pasar keuangan dan perekonomian suatu negara. Hal ini antara lain karena kebijakan yang diterapkan oleh bank sentral dapat mempengaruhi perkembangan suku bunga, jumlah kredit, dan jumlah uang beredar, yang pada gilirannya akan mempengaruhi tidak hanya perkembangan pasar keuangan, tetapi juga pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kesejahteraan masyarakat secara keseluruhan. Kebijakan yang diterapkan oleh bank sentral tersebut dikenal secara umum sebagai kebijakan moneter. Walaupun dampak dari pelaksanaan kebijakan moneter tersebut dapat dirasakan, baik langsung maupun tidak langsung, masyarakat umumnya belum memahami hakikat atau keberadaan dari kebijakan moneter itu sendiri. Seri kebanksentralan nomor 6 ini dimaksudkan untuk meningkatkan pemahaman masyarakat luas yang berminat memahami berbagai hal yang terkait dengan masalah-masalah moneter di Indonesia, khususnya kebijakan moneter dan hal-hal yang terkait dengannya.

Banyak rekan-rekan yang telah memberikan kontribusi berharga dalam rangka penyusunan buku ini. Untuk itu, pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih kepada rekan-rekan di Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan dan Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter yang telah membantu kelancaran penyusunan buku ini. Ucapan terima kasih secara khusus juga penulis sampaikan kepada Sdr. FX. Sugiyono, Sdr. Suseno, Sdr. Hotbin Sigalingging, Sdr. Iskandar, Sdr. Erwin Haryono, dan Sdr. Arief Hartawan, serta pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu per satu, atas partisipasinya dalam diskusi maupun pemberian saran dalam penyelesaian tulisan ini.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa masih terdapat kekurangan dalam penulisan buku ini. Untuk itu kritik dan saran akan sangat dihargai. Akhirnya, mudah-mudahan karya sederhana ini bermanfaat dan menambah khasanah pengetahuan kita.

Jakarta, Desember 2003

Penulis

Daftar Isi

Sambutan	iii
Pengantar	v
Gambaran Umum Kebijakan Moneter	2
Kebijakan Moneter dan Siklus Kegiatan Ekonomi	3
Kebijakan Moneter dan Kebijakan Ekonomi Makro Lain	6
Kebijakan Moneter dalam Perekonomian Terbuka	7
Kerangka Strategis Kebijakan Moneter	13
Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter	17
Kerangka Operasional Kebijakan Moneter	22
Boks 1: Hubungan Uang dan Kegiatan Ekonomi: Perbedaan Pemikiran <i>Monetarist vs Keynesian</i>	24
Boks 2: Penentuan Respon Kebijakan Moneter: <i>Rules vs Discretion</i>	26
Kebijakan Moneter di Indonesia	27
Kebijakan Moneter Periode Sebelum Krisis Ekonomi 1997	27
a. Periode 1945 – 1952	
b. Periode 1953 – 1967	
c. Periode 1968 – 1997	
Periode stabilisasi dan rehabilitasi ekonomi (1968 – 1972)	
Periode pertumbuhan ekonomi dengan hasil minyak (1973 – 1982)	
Periode deregulasi, debirokratisasi, dan liberalisasi ekonomi (1983 – 1997)	
Kebijakan Moneter Periode Setelah Krisis Ekonomi 1997	36
Kerangka Strategis Kebijakan Moneter	39
Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter	40
Kerangka Operasional Kebijakan Moneter	42
Proses Perumusan Kebijakan Moneter	44
Mekanisme Pengendalian Moneter	46
Kebijakan Nilai Tukar dan Devisa	48
Kebijakan Nilai Tukar	48
Kebijakan Devisa	51

Kebijakan Moneter di Indonesia dengan Sasaran Kestabilan Harga: Menuju <i>Inflation Targeting</i>	52
Kerangka Dasar <i>Inflation Targeting</i>	53
Menuju Penerapan <i>Inflation Targeting</i> di Indonesia	56
Boks 3: Penentuan Sasaran Inflasi	57
Boks 4: Sasaran Inflasi: <i>Headline</i> vs. Inti	60
Boks 5: Kebijakan Moneter <i>Forward Looking</i>	61
Daftar Pustaka	63

Kebijakan Moneter di Indonesia

Dalam perkembangan sejarah peradaban manusia, peranan uang dirasakan sangat penting. Hampir tidak ada satu pun bagian dari kehidupan ekonomi manusia yang tidak terkait dengan keberadaan uang. Pengalaman menunjukkan bahwa jumlah uang beredar di luar kendali dapat menimbulkan konsekuensi atau pengaruh yang buruk bagi perekonomian secara keseluruhan. Konsekuensi atau pengaruh buruk dari kurang terkendalinya perkembangan jumlah uang beredar tersebut antara lain dapat dilihat pada kurang terkendalinya perkembangan variabel-variabel ekonomi utama, yaitu tingkat produksi (*output*) dan harga.

Peningkatan jumlah uang beredar yang berlebihan dapat mendorong peningkatan harga melebihi tingkat yang diharapkan sehingga dalam jangka panjang dapat mengganggu pertumbuhan ekonomi.¹ Sebaliknya, apabila peningkatan jumlah uang beredar sangat rendah, maka kelesuan ekonomi akan terjadi. Apabila hal ini berlangsung terus menerus, kemakmuran masyarakat secara keseluruhan pada gilirannya akan mengalami penurunan.² Kondisi tersebut antara lain melatar belakangi upaya-upaya yang dilakukan oleh pemerintah atau otoritas moneter suatu negara dalam mengendalikan jumlah uang beredar dalam perekonomian. Kegiatan pengendalian jumlah uang beredar tersebut lazimnya disebut dengan kebijakan moneter, yang pada dasarnya merupakan salah satu bagian integral dari kebijakan ekonomi makro yang ditempuh oleh otoritas moneter.

¹ Secara teoritis, pengertian inflasi merujuk pada perubahan tingkat harga (barang dan jasa) umum yang terjadi secara terus-menerus. Uraian lebih lengkap mengenai inflasi disampaikan pada bagian tersendiri dari buku ini. Baca Boks 3. *Penentuan Sasaran Inflasi* dan Boks 4. *Sasaran Inflasi: Headline vs Inti*.

² Untuk selengkapannya, baca Buku Seri Kebanksentralan No. 1, *Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian*, oleh Solikin dan Suseno, PPSK Bank Indonesia (2002). Untuk dapat mencerna buku ini dengan baik, khususnya menyangkut pemakaian istilah-istilah teknis di bidang moneter, pembaca disarankan untuk terlebih dahulu membaca buku tersebut atau literatur ekonomi moneter lain.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Buku ini terdiri dari tiga bagian, yaitu gambaran umum kebijakan moneter, kebijakan moneter di Indonesia, dan arah penerapan kebijakan moneter dengan sasaran kestabilan harga. Secara berurutan, bagian pertama akan menjelaskan beberapa substansi umum dari pelaksanaan kebijakan moneter, terutama yang terkait dengan siklus kegiatan ekonomi, keberadaan kebijakan ekonomi makro lain, dan keterbukaan ekonomi. Selanjutnya, akan dipaparkan pula kerangka strategis, mekanisme transmisi, dan kerangka operasional kebijakan moneter. Setelah itu, bagian kedua akan menguraikan pelaksanaan kebijakan moneter di Indonesia, mulai dari periode setelah awal kemerdekaan bangsa Indonesia hingga saat ini. Akhirnya, pada bagian ini akan disinggung pula beberapa aspek penting kebijakan moneter yang dilaksanakan saat ini, yaitu kerangka umum, mekanisme transmisi, dan proses perumusan kebijakan moneter. Sebagai penutup, bagian ketiga akan menengahkan kerangka dasar *inflation targeting* serta arah penerapannya di Indonesia.

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter merupakan kebijakan otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter untuk mencapai perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan.³ Dalam praktek, perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan tersebut adalah stabilitas ekonomi makro yang antara lain dicerminkan oleh stabilitas harga (rendahnya laju inflasi), membaiknya perkembangan *output* riil (pertumbuhan ekonomi), serta cukup luasnya lapangan/kesempatan kerja yang tersedia.

Kebijakan moneter yang disebutkan di atas merupakan bagian integral dari kebijakan ekonomi makro, yang pada umumnya dilakukan dengan mempertimbangkan siklus kegiatan ekonomi, sifat perekonomian suatu negara tertutup atau terbuka, serta faktor-faktor fundamental ekonomi lainnya. Dalam pelaksanaannya, strategi kebijakan moneter dilakukan berbeda-beda dari suatu negara dengan negara lain, sesuai dengan tujuan

³ Dalam hal ini, besaran moneter (*monetary aggregates*) antara lain dapat berupa uang beredar, uang primer, atau kredit perbankan.

yang ingin dicapai dan mekanisme transmisi yang diyakini berlaku pada perekonomian yang bersangkutan. Berdasarkan strategi dan transmisi yang dipilih, maka dirumuskan kerangka operasional kebijakan moneter.

Kebijakan Moneter dan Siklus Kegiatan Ekonomi

Perkembangan ekonomi suatu negara tentu mengalami pasang surut (siklus) yang pada periode tertentu perekonomian tumbuh pesat dan pada periode lain tumbuh melambat. Untuk mengelola dan mempengaruhi perkembangan perekonomian agar dapat berlangsung dengan baik dan stabil, pemerintah atau otoritas moneter biasanya melakukan langkah-langkah yang dikenal dengan kebijakan ekonomi makro. Inti dari kebijakan tersebut pada dasarnya adalah pengelolaan sisi permintaan dan sisi penawaran suatu perekonomian agar mengarah pada kondisi keseimbangan dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan.

Kebijakan moneter sebagai salah satu dari kebijakan ekonomi makro pada umumnya diterapkan sejalan dengan *business cycle* 'siklus kegiatan ekonomi'.⁴ Dalam hal ini, kebijakan moneter yang diterapkan pada kondisi dimana perekonomian sedang mengalami *boom* 'perkembangan yang sangat pesat' tentu berbeda dengan kebijakan moneter yang diterapkan pada kondisi dimana perekonomian sedang mengalami *depression* atau *slump* 'perkembangan yang melambat'. Dalam kajian literatur dikenal dua jenis kebijakan moneter, yaitu kebijakan moneter ekspansif dan kebijakan moneter kontraktif. Kebijakan moneter ekspansif adalah kebijakan moneter yang ditujukan untuk mendorong kegiatan ekonomi, yang antara lain dilakukan melalui peningkatan jumlah uang beredar. Sebaliknya, kebijakan moneter kontraktif adalah kebijakan moneter yang

⁴ Menurut definisi yang dikemukakan oleh Burns and Mitchell, dalam *Measuring Business Cycles*, NBER (1946), *business cycle* merupakan suatu jenis fluktuasi yang terjadi secara reguler pada perkembangan kegiatan ekonomi suatu negara. Siklus tersebut umumnya terdiri dari ekspansi yang terjadi pada saat tertentu ketika dunia usaha meningkatkan kegiatannya, yang kemudian diikuti oleh perlambatan kegiatan ekonomi atau resesi, sampai akhirnya pada pulihnya perkembangan ekonomi dalam fase ekspansi pada siklus yang terjadi berikutnya. Urutan dari perubahan-perubahan tersebut terjadi secara berulang, namun tidak secara periodik. Dalam hal ini, durasi dari satu siklus bervariasi antara satu tahun lebih sampai dengan sepuluh atau duabelas tahun. Ulasan lebih lanjut mengenai *Business Cycles*, dapat dibaca dalam Parkin and Bade, *Modern Macroeconomics*, Philip Alan Publishers Ltd., 1988, hlm. 113 – 138.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

ditujukan untuk memperlambat kegiatan ekonomi, yang antara lain dilakukan melalui penurunan jumlah uang beredar.

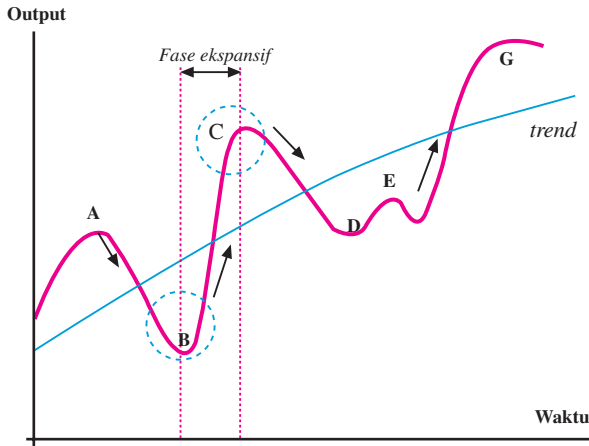
Dalam pelaksanaannya, efektivitas kebijakan moneter tersebut tergantung pada hubungan antara uang beredar dengan variabel ekonomi utama seperti *output* dan inflasi. Dari sejumlah literatur, temuan utama yang menarik mengenai hubungan antara uang beredar, inflasi, dan *output* adalah bahwa dalam jangka panjang, hubungan antara pertumbuhan uang beredar dan inflasi adalah sempurna, sementara hubungan antara pertumbuhan uang atau inflasi dengan pertumbuhan *output* riil mungkin mendekati nol. Temuan ini menunjukkan adanya suatu konsensus bahwa dalam jangka panjang, kebijakan moneter hanya akan berdampak pada inflasi, dan tidak banyak pengaruhnya terhadap kegiatan ekonomi riil.⁵ (Boks 1. *Hubungan Uang dan Kegiatan Ekonomi: Perbedaan Pemikiran Monetarist vs Keynesian*).

Terlepas dari perbedaan sudut pandang di atas, umumnya kalangan praktisi maupun akademisi meyakini bahwa dalam jangka pendek kebijakan moneter ekspansif dapat mendorong kegiatan ekonomi yang sedang mengalami resesi yang berkepanjangan. Sebaliknya, kebijakan moneter kontraktif dapat memperlambat laju inflasi yang umumnya terjadi pada saat kegiatan perekonomian yang sedang mengalami *boom*. Gambaran yang lebih jelas mengenai kondisi tersebut dapat dilihat pada grafik di bawah ini.

Salah satu contoh yang dapat dijelaskan di sini adalah situasi pada kurun waktu atau fase kegiatan perekonomian sedang mengalami resesi (misalkan dari A ke B). Pemerintah dapat memperpendek periode resesi dengan melakukan kebijakan moneter yang ekspansif sehingga perekonomian dapat lebih cepat mengalami *recovery* 'pemulihan kembali'. Sebaliknya, dalam kondisi perekonomian mengalami perkembangan yang sangat pesat pemerintah dapat menghindari *over heating* 'pemanasan kegiatan

⁵ Konsensus dari literatur empiris mengenai pengaruh jangka pendek dari uang adalah bahwa suatu kejutan kebijakan moneter menyebabkan pergerakan aktivitas ekonomi riil yang sedikit menaik dan kemudian menurun (*hump-shaped*). Artinya, bahwa pelonggaran (pengetatan) kebijakan moneter dapat sedikit meningkatkan (menurunkan) aktivitas ekonomi riil dalam jangka yang sangat pendek dan kemudian pengaruhnya akan menghilang. Untuk analisis lanjutan yang lebih komprehensif, silakan baca Walsh, Carl E., *Monetary Theory and Policy*, MIT, 2001, Chapter 1: Empirical Evidence on Money and Output.

Gambaran Umum Kebijakan Moneter



Grafik 1
Siklus Kegiatan Ekonomi

perekonomian' dengan melakukan kebijakan moneter yang kontraktif. Pola penerapan kebijakan moneter yang secara aktif bersifat “memperlunak” perkembangan kegiatan ekonomi yang cenderung menuju titik balik ekstrim tersebut dikenal dengan *counter-cyclical monetary policy*.

Secara sepintas, pola kebijakan moneter yang *counter-cyclical* cukup tepat untuk diterapkan agar perekonomian dapat terhindar dari gejolak struktural (*shocks*) atau fluktuasi siklus kegiatan ekonomi. Namun, permasalahan mendasar yang muncul adalah berkaitan dengan sulitnya memprediksi siklus kegiatan ekonomi, terutama menyangkut sampai sejauh mana perkembangan suatu perekonomian mencapai posisi tertentu pada siklus yang terjadi. Kesalahan dalam memprediksi siklus ekonomi yang terjadi dapat menimbulkan kesalahan dalam menentukan respons kebijakan moneter.

Sejalan dengan itu, terdapat pendapat lain yang menyatakan bahwa seyogyanya bank sentral melaksanakan kebijakan moneter secara pasif. Usaha-usaha untuk melunakkan fluktuasi perekonomian hendaknya dihindari dan kebijakan moneter hendaknya diarahkan agar siklus kegiatan ekonomi berjalan secara wajar. Kebijakan moneter yang “mengakomodasi” fluktuasi perekonomian tersebut dikenal sebagai *pro-cyclical monetary policy* atau *accomodative monetary policy*.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Dalam perkembangannya, perbedaan pandangan tersebut melandasi perbedaan penentuan respons kebijakan moneter yang dilakukan oleh bank sentral dalam beberapa tahun terakhir ini. Dalam hal ini, perbedaan yang muncul berkaitan dengan apakah respons kebijakan moneter sebaiknya dilakukan dengan menggunakan *rules* ‘pola atau kaidah-kaidah tertentu yang dirumuskan secara permanen dalam kurun waktu tertentu’ atau dengan menggunakan *discretion* ‘kewenangan untuk bertindak secara aktif guna mempengaruhi naik turunnya kegiatan ekonomi riil yang terjadi’. (Boks 2: *Penentuan Respon Kebijakan Moneter: Rules v.s. Discretion*).

Kebijakan Moneter dan Kebijakan Ekonomi Makro Lain

Penerapan kebijakan moneter tidak dapat dilakukan secara terpisah dengan penerapan kebijakan ekonomi makro lainnya, seperti kebijakan fiskal, kebijakan sektor riil, dan lain-lain.⁶ Hal ini terutama mengingat keterkaitan antara kebijakan moneter dan bagian kebijakan ekonomi makro lain yang sangat erat. Selain itu, pengaruh kebijakan-kebijakan yang diterapkan secara bersama-sama mungkin mempunyai arah yang bertentangan sehingga saling memperlemah. Misalnya, dalam perekonomian yang mengalami tekanan inflasi, bank sentral melakukan pengetatan moneter. Pada saat yang bersamaan, pemerintah melakukan ekspansi di sektor fiskal dalam rangka mendorong pertumbuhan ekonomi. Ketidakharmonisan kedua kebijakan tersebut dapat mengakibatkan tujuan menekan inflasi tidak tercapai. Sementara itu, kombinasi kebijakan moneter dan fiskal yang terlalu ekspansif akibat tidak adanya koordinasi dapat mendorong pemanasan kegiatan perekonomian. Dengan demikian, untuk mencapai tujuan kebijakan ekonomi makro secara optimal, biasanya diterapkan *policy mix* ‘bauran kebijakan’ yang terkoordinasi antara-satu kebijakan dengan kebijakan lain.

⁶ Kebijakan fiskal adalah suatu kebijakan yang terkait dengan aspek pengelolaan anggaran pemerintah. Kebijakan fiskal diyakini sebagai salah satu kebijakan yang sangat penting yang dapat dilaksanakan secara langsung oleh pemerintah dalam memelihara kestabilan ekonomi.

⁷ Dengan asumsi bahwa sumber dana otoritas fiskal berasal dari sumber di luar uang beredar

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

Pengertian optimal disini adalah pencapaian tujuan antar-kebijakan dapat dikoordinasikan sehingga tidak menimbulkan dampak yang kurang menguntungkan bagi pencapaian tujuan kebijakan ekonomi makro secara keseluruhan. Salah satu contoh penerapan bauran kebijakan yang banyak dikenal adalah bauran kebijakan moneter-fiskal (*monetary-fiscal policy mix*). Secara konseptual, koordinasi bauran kebijakan moneter-fiskal dapat dilakukan melalui beberapa skenario, yaitu:⁷ (1) kebijakan moneter ekspansif/ kebijakan fiskal ekspansif, (2) kebijakan moneter kontraktif/ kebijakan fiskal ekspansif, (3) kebijakan moneter ekspansif/ kebijakan fiskal kontraktif, dan (4) kebijakan moneter kontraktif/ kebijakan fiskal kontraktif.

Sebagai contoh, apabila bauran kebijakan moneter-fiskal dapat dilakukan secara terkoordinasi, maka skenario kebijakan 1 dan 4 merupakan skenario kebijakan yang paling efektif diterapkan untuk tujuan kebijakan yang bersifat *counter-cyclical* seperti yang dijelaskan sebelumnya. Dalam pengamatan empiris dapat dilihat bahwa apabila perekonomian mengalami resesi yang berkepanjangan, kebijakan moneter dan fiskal yang sama-sama ekspansif dan dikoordinasikan sangat tepat untuk mendorong kegiatan ekonomi dengan pengaruh yang moderat pada perkembangan suku bunga. Sejalan dengan itu, kebijakan moneter dan fiskal yang sama-sama kontraktif dan dikoordinasikan sangat bermanfaat bagi upaya untuk mengurangi laju ekspansi kegiatan perekonomian.

Sementara itu, skenario kebijakan 2 dan 3 akan menghasilkan pengaruh yang saling meniadakan, dan hasil akhirnya sangat tergantung pada kekuatan pengaruh relatif antara kebijakan moneter dan fiskal. Secara empiris, kombinasi kebijakan moneter ekspansif dan kebijakan fiskal kontraktif belum banyak diamati. Namun, untuk kombinasi kebijakan moneter kontraktif dan kebijakan fiskal ekspansif, bukti empiris menunjukkan bahwa skenario kebijakan ini cenderung mendorong peningkatan suku bunga keseimbangan pasar sehingga dapat menghambat kegiatan investasi oleh masyarakat.⁸

⁸ Dalam literatur ilmu ekonomi, fenomena ketika kegiatan investasi masyarakat berkurang sebagai akibat ekspansi kegiatan pemerintah dikenal sebagai fenomena *crowding-out* 'desakan keluar'

Kebijakan Moneter dalam Perekonomian Terbuka

Sebelum dibahas kebijakan moneter dalam perekonomian terbuka, akan disinggung secara singkat mengenai kebijakan moneter dalam perekonomian tertutup. Dalam perekonomian sederhana dan tertutup ketika perekonomian suatu negara tidak berinteraksi dengan perekonomian negara lain, maka formulasi dan implementasi kebijakan moneter dapat dilakukan dengan lebih sederhana. Hal ini disebabkan berbagai variabel-variabel ekonomi internasional, seperti perdagangan, aliran modal, nilai tukar, dan suku bunga yang tidak berpengaruh terhadap perekonomian. Namun demikian, di era globalisasi ini dapat dikatakan tidak terdapat suatu negara yang memiliki sistem perekonomian tertutup, sehingga pembahasan selanjutnya akan difokuskan pada kebijakan moneter dalam perekonomian terbuka.

Dalam era perekonomian global yang terjadi sejak beberapa dasawarsa yang lalu hingga saat ini, interaksi ekonomi antarnegara merupakan salah satu aspek yang tidak terpisahkan dari perkembangan ekonomi suatu negara yang semakin terbuka. Terlebih lagi, kepesatan perkembangan teknologi informasi, komunikasi dan transportasi, serta kebijakan perdagangan dalam dasawarsa terakhir telah mendorong pesatnya keterbukaan ekonomi dan ketergantungan antarnegara. Sebagai contoh, hubungan perdagangan antara Indonesia dengan Jepang saat ini jauh lebih erat dibandingkan dengan hubungan perdagangan yang terjadi pada masa awal kemerdekaan.

Dengan semakin besarnya keterkaitan antarnegara, maka semakin terbuka perekonomian negara yang bersangkutan. Keterbukaan ekonomi tersebut berdampak pada peningkatan transaksi perdagangan antarnegara. Sebuah negara yang tidak dapat memenuhi kebutuhan akan barang dan jasa tertentu dapat membeli (mengimpor) barang dan jasa tersebut dari negara lain. Di sisi lain, suatu negara dapat memperdagangkan (mengeksport) barang dan jasa yang dihasilkan kepada negara lain yang membutuhkannya. Perkembangan perdagangan internasional umumnya diikuti pula oleh perkembangan di sektor keuangan internasional.

Keterbukaan ekonomi suatu negara akan membawa konsekuensi pada perencanaan dan pelaksanaan kebijakan ekonomi makro, termasuk

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

kebijakan moneternya. Hal ini mengingat semakin besar transaksi perdagangan dan keuangan internasional yang dilakukan oleh suatu negara maka semakin besar *foreign capital flows* ‘aliran dana luar negeri’. Aliran dana luar negeri tersebut pada gilirannya akan mempengaruhi jumlah uang yang beredar dalam perekonomian. Dalam hal terjadi *capital inflows* ‘aliran dana luar negeri masuk’, maka akan terjadi penambahan jumlah uang beredar. Sebaliknya, dalam hal terjadi *capital outflow* ‘aliran dana luar negeri keluar’, maka akan terjadi pengurangan jumlah uang beredar. Dengan demikian, kebijakan moneter perlu diarahkan agar jumlah uang beredar sesuai dengan kebutuhan perekonomian.⁹

Dalam hal terjadi aliran dana luar negeri masuk yang besar, maka bank sentral dapat melakukan kontraksi moneter untuk mengurangi jumlah uang beredar. Sebaliknya, jika terjadi aliran dana luar negeri keluar yang besar maka bank sentral dapat melakukan ekspansi moneter untuk menambah jumlah uang beredar. Kontraksi atau ekspansi moneter akan dapat meningkatkan atau menurunkan suku bunga dalam negeri. Selanjutnya, perubahan tersebut akan meningkatkan atau menurunkan *interest rate differential* ‘perbedaan suku bunga dalam dan luar negeri’, yang pada gilirannya akan mendorong aliran dana dari dan ke luar negeri. Kondisi ini dapat mengurangi efektivitas kebijakan moneter. Mobilitas dana dari dan ke luar negeri yang tinggi tersebut akan menyebabkan bank sentral tidak dapat melaksanakan *independent monetary policy* ‘kebijakan moneter yang independen’.¹⁰ Sementara itu, mobilitas dana dari dan ke luar negeri dipengaruhi oleh sistem nilai tukar dan sistem devisa yang dianut suatu negara. Dengan demikian, sampai sejauh mana pelaksanaan kebijakan moneter dapat dilakukan secara independen tergantung pada sistem nilai tukar dan sistem devisa yang dipilih.

⁹ Untuk selengkapnya, baca Buku Seri Kebanksentralan No. 2, *Statistik Penyusunan Uang Beredar*, oleh Solikin dan Suseno, PPSK Bank Indonesia (2002).

¹⁰ Yang dimaksud independensi di sini adalah independensi bank sentral dalam melaksanakan kebijakan moneter tanpa gangguan-gangguan yang bersumber dari perkembangan faktor-faktor eksternal. Independensi tersebut berbeda dengan independensi bank sentral yang dikaitkan dengan kerangka kerja kelembagaan.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Sistem Nilai Tukar

Nilai tukar suatu mata uang didefinisikan sebagai harga relatif dari suatu mata uang terhadap mata uang lainnya. Pada dasarnya terdapat tiga sistem nilai tukar yaitu : (1) *fixed exchange rate* ‘sistem nilai tukar tetap’, (2) *managed floating exchange rate* ‘sistem nilai tukar mengambang terkendali’, dan (3) *floating exchange rate* ‘sistem nilai tukar mengambang’. Pada sistem nilai tukar tetap, nilai tukar atau kurs suatu mata uang terhadap mata uang lain ditetapkan pada nilai tertentu; misalnya, nilai tukar rupiah terhadap mata uang dolar Amerika adalah Rp. 8000 per dolar. Pada nilai tukar ini bank sentral akan siap untuk menjual atau membeli kebutuhan devisa untuk mempertahankan nilai tukar yang ditetapkan. Apabila nilai tukar tersebut tidak lagi dapat dipertahankan, maka bank sentral dapat melakukan devaluasi ataupun revaluasi atas nilai tukar yang ditetapkan.¹¹

Penetapan nilai tukar pada sistem nilai tukar tetap tersebut dapat dilakukan dengan beberapa cara. Yang pertama dikenal dengan *pegged to a currency*, yakni nilai tukar ditetapkan dengan mengkaitkan langsung terhadap mata uang tertentu. Cara kedua disebut *pegged to a basket of currency*, yaitu nilai tukar ditetapkan dengan mengkaitkan terhadap sejumlah mata uang tertentu, dengan bobot masing-masing mata uang yang umumnya disesuaikan dengan besarnya hubungan perdagangan dan investasi. Selain itu, terdapat penetapan nilai tukar yang dikaitkan langsung pada mata uang tertentu dan dijamin dengan cadangan devisa yang dimiliki oleh bank sentral, atau disebut dengan *currency board system*.

Pada sistem nilai tukar mengambang, nilai tukar dibiarkan bergerak sesuai dengan kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar. Dengan demikian, nilai tukar akan menguat apabila terjadi kelebihan penawaran di atas permintaan, dan sebaliknya nilai tukar akan melemah

¹¹Devaluasi adalah kebijakan yang diambil oleh pemerintah suatu negara untuk secara sepihak menurunkan nilai tukar mata uang negara tersebut terhadap mata uang lain. Sebaliknya, revaluasi adalah kebijakan untuk menaikkan nilai tukar mata uang negara tersebut terhadap mata uang lain. Kebijakan devaluasi/revaluasi biasanya dilakukan dalam rangka mempertahankan kinerja perdagangan luar negeri suatu negara. Dengan asumsi tidak adanya *counter-devaluation* ‘tindakan devaluasi balasan’ dari negara pesaing, serta dengan memperhitungkan kondisi-kondisi tertentu, kebijakan devaluasi dalam jangka pendek dapat meningkatkan daya saing sehingga merangsang kegiatan ekspor.

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

apabila terjadi kelebihan permintaan di atas penawaran yang ada di pasar valuta asing.

Selain kedua sistem tersebut di atas, terdapat variasi sistem nilai tukar diantara keduanya, seperti sistem nilai tukar mengambang terkendali. Dalam sistem nilai tukar mengambang terkendali ini, nilai tukar ditentukan sesuai mekanisme pasar sepanjang dalam *intervention band* 'batas pita intervensi' yang ditetapkan bank sentral.¹²

Masing-masing sistem nilai tukar mempunyai kelebihan dan kelemahan. Pemilihan sistem yang diterapkan akan tergantung pada situasi dan kondisi perekonomian negara yang bersangkutan, khususnya besarnya cadangan devisa yang dimiliki, keterbukaan ekonomi, sistem devisa yang dianut (bebas, semi terkontrol, atau terkontrol), dan besarnya volume pasar valuta asing domestik.

Sistem nilai tukar tetap mempunyai kelebihan karena adanya kepastian nilai tukar bagi pasar. Tetapi, sistem ini membutuhkan cadangan devisa yang besar karena keharusan bagi bank sentral untuk mempertahankan nilai tukar pada level yang ditetapkan. Selain itu, sistem ini dapat mendorong kecenderungan dunia usaha untuk tidak melakukan hedging 'perlindungan nilai' valuta asingnya terhadap risiko perubahan nilai tukar. Sistem ini umumnya diterapkan di negara yang mempunyai cadangan devisa besar, dengan sistem devisa yang masih relatif terkontrol.

Sementara itu, sistem nilai tukar mengambang bebas mempunyai kelebihan dengan tidak perlunya cadangan devisa yang besar karena bank sentral tidak harus mempertahankan nilai tukar pada suatu level tertentu. Akan tetapi, nilai tukar yang terlalu berfluktuasi dapat menambah ketidakpastian bagi dunia usaha. Sistem ini umumnya diterapkan di negara yang mempunyai cadangan devisa relatif kecil sementara sistem devisa yang dianut cenderung bebas.

Pergerakan nilai tukar di pasar dipengaruhi oleh faktor fundamental dan non fundamental. Faktor fundamental tercermin dari variabel-variabel

¹² Apabila nilai tukar menembus batas atas atau batas bawah dari pita intervensi, secara otomatis bank sentral akan membeli atau menjual devisa yang diperlukan oleh pasar sehingga nilai tukar bergerak dalam batas kisaran intervensi. Penetapan lebarnya kisaran intervensi tergantung pada besarnya cadangan devisa yang dimiliki serta kemungkinan kebutuhan yang terjadi di pasar. Umumnya, hal ini akan disesuaikan dari waktu ke waktu sesuai dengan perkembangan cadangan devisa dan volume transaksi di pasar valuta asing.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

ekonomi makro, seperti pertumbuhan ekonomi, laju inflasi, perkembangan ekspor impor, dan sebagainya.¹³ Sementara itu, faktor nonfundamental antara lain berupa sentimen pasar terhadap perkembangan social politik, faktor psikologi para pelaku pasar dalam “memperhitungkan” informasi, *rumors*, atau perkembangan lain dalam menentukan nilai tukar sehari-hari.

Sistem Devisa

Devisa merupakan aset keuangan yang digunakan dalam transaksi internasional. Penetapan sistem devisa pada suatu negara ditujukan untuk mengatur pergerakan lalu lintas devisa antara penduduk dan bukan penduduk dari suatu negara ke negara lain. Pada dasarnya ada tiga sistem devisa, yaitu: (i) sistem devisa terkontrol, (ii) sistem devisa semi terkontrol, dan (iii) sistem devisa bebas. Pemilihan sistem devisa mana yang dianut akan tergantung pada kondisi negara yang bersangkutan, khususnya keterbukaan ekonominya dalam arti seberapa jauh negara yang bersangkutan ingin mengintegrasikan ekonominya dengan ekonomi global.

Pada sistem devisa terkontrol, devisa pada dasarnya dimiliki oleh negara. Karena itu, setiap perolehan devisa oleh masyarakat harus diserahkan kepada negara, dan setiap penggunaan devisa harus memperoleh izin dari negara. Pada sistem devisa semi terkontrol, kewajiban penyerahan dan izin dari negara diterapkan untuk perolehan dan penggunaan devisa-devisa tertentu, sementara jenis devisa lainnya

¹³ Ada berbagai pendekatan dalam teori keuangan internasional untuk menentukan nilai tukar secara fundamental, antara lain:

- *Teori Purchasing Power Parity (PPP)*. Teori ini menyatakan bahwa nilai tukar suatu mata uang dengan mata uang negara lain pada dasarnya menggambarkan perbedaan tingkat inflasi di kedua negara. Dengan kata lain, teori PPP menyatakan $PPP = e P^*/P = 1$, dimana e adalah nilai tukar, P^* adalah inflasi negara lain, dan P adalah inflasi dalam negeri.
- *Real Effective Exchange Rate (REER)*, yang menyatakan bahwa nilai tukar suatu mata uang dipengaruhi oleh perkembangan inflasi dari negara-negara mitra dagang utama. Dengan kata lain, teori REER menyatakan $REER = S w e P^*/P = 1$, dimana w merupakan bobot perdagangan dengan masing-masing negara mitra dagang utama.
- *Fundamental Effective Exchange Rate (FEER)*, yang menggunakan pendekatan model ekonomi makro struktural untuk menghitung nilai tukar keseimbangan yang sesuai dengan perkembangan variabel-variabel ekonomi lainnya.

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

dapat secara bebas diperoleh dan dipergunakan. Pada sistem devisa bebas, masyarakat dapat secara bebas memperoleh dan menggunakan devisa.¹⁴

Sistem Nilai Tukar, Sistem Devisa, dan Kebijakan Moneter

Pada dasarnya, pemilihan sistem nilai tukar dan sistem devisa, serta independensi pelaksanaan moneter merupakan tiga isu strategis yang menjadi fokus kajian di bidang moneter. Umumnya, dipahami bahwa apabila suatu negara menerapkan sistem nilai tukar tetap dan terjadi aliran dana luar negeri masuk/keluar, maka kebijakan moneter harus tetap diarahkan untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat yang telah ditetapkan. Dengan demikian, kebijakan moneter sulit dilaksanakan secara independen karena kebijakan moneter akan diarahkan untuk menyerap atau menambah jumlah uang beredar yang berasal dari aliran dana dari dan ke luar negeri. Sebaliknya, apabila suatu negara menerapkan sistem nilai tukar mengambang, maka kebijakan moneternya tidak ditujukan untuk mempertahankan nilai tukar sehingga kebijakan moneter dapat dilaksanakan dengan lebih independen.

Dalam hal diterapkan sistem devisa terkontrol, maka mobilitas aliran dana dari dan ke luar negeri cenderung berkurang sehingga dapat mendukung pelaksanaan kebijakan moneter yang independen. Hal ini disebabkan bank sentral tidak perlu melakukan ekspansi atau kontraksi jumlah uang beredar yang berasal dari aliran dana dari dan ke luar negeri. Sementara itu, dalam hal diterapkan sistem devisa bebas, maka mobilitas aliran dana dari dan ke luar negeri akan semakin meningkat. Sebagai akibatnya bank sentral harus melakukan ekspansi atau kontraksi jumlah uang beredar yang berasal dari aliran dana dari dan ke luar negeri. Dengan demikian, hal ini dapat mengurangi independensi pelaksanaan kebijakan moneter.

Berdasarkan uraian di atas, dapat dilihat bahwa pelaksanaan kebijakan moneter yang independen, sistem nilai tukar tetap, dan sistem devisa bebas tidak dapat dilakukan secara bersamaan. Kondisi tersebut dikenal

¹⁴ Namun demikian, dalam praktek di kebanyakan negara-negara yang menerapkan sistem devisa bebas, masih terdapat kewajiban bagi masyarakat untuk melaporkan perolehan dan penggunaan devisa.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

dengan istilah *impossible trinity*.¹⁵ Namun, beberapa studi empiris menyimpulkan bahwa hanya dua dari tiga kondisi di atas dapat diterapkan bersama.¹⁶

Kerangka Strategis Kebijakan Moneter

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa tujuan kebijakan yang ingin dicapai baik oleh kebijakan moneter maupun kebijakan makro pada umumnya adalah pencapaian stabilitas ekonomi makro, seperti stabilitas harga (rendahnya laju inflasi), pertumbuhan ekonomi, serta tersedianya lapangan/kesempatan kerja. Semua sasaran tersebut di atas sulit dicapai secara bersamaan karena seringkali pencapaian sasaran-sasaran akhir tersebut bersifat kontradiktif. Misalnya, usaha untuk mendorong tingkat pertumbuhan ekonomi dan memperluas kesempatan kerja pada umumnya dapat mendorong peningkatan harga sehingga pencapaian stabilitas ekonomi makro tidak optimal.

Menyadari kontradiksi pencapaian sasaran tersebut, bank sentral dihadapkan dua alternatif. Pilihan pertama adalah memilih salah satu sasaran untuk dicapai secara optimal dengan mengabaikan sasaran lainnya, misalnya, memilih tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi dengan mengabaikan tingkat inflasi. Pilihan kedua adalah semua sasaran diusahakan untuk dapat dicapai, tetapi tidak ada satu pun yang dicapai

¹⁵Menurut asumsi teoritis yang dikemukakan Robert Mundell dalam bukunya *International Economics* (1968), terdapat *impossible trinity* 'ketidaksiharian antara pencapaian tiga trinitas secara bersamaan', yaitu stabilitas nilai tukar, mobilitas aliran dana luar negeri, dan independensi kebijakan moneter. "*Overtime, the three goals cannot be attained simultaneously*" (hlm. 147). Pengamatan empiris umumnya juga membuktikan bahwa hanya dua saja dari tiga faktor tersebut yang dapat dicapai secara bersamaan. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan adanya kecenderungan/konsensus internasional yang mendorong mobilitas aliran dana luar negeri, maka terdapat *trade-off* antara pencapaian stabilitas nilai tukar dan independensi kebijakan moneter.

¹⁶Secara teoritis, apabila diterapkan sistem nilai tukar yang tetap dalam kondisi perekonomian suatu negara sangat terbuka dan mobilitas dana luar negeri sangat tinggi, kebijakan moneter tidak dapat dilakukan secara independen, seperti yang telah dijelaskan sebelumnya. Dengan kata lain, untuk dapat melaksanakan kebijakan moneter secara independen dalam kondisi derajat keterbukaan perekonomian sangat tinggi, perkembangan nilai tukar harus cukup fleksibel. Apabila sistem nilai tukar tetap yang menjadi pilihan, kebijakan moneter dapat dilaksanakan secara independen; namun, hal tersebut harus didukung oleh upaya pengendalian aliran dana luar negeri yang sedemikian ketat sehingga mobilitas dana luar negeri dapat dibatasi agar dapat tidak mengganggu pelaksanaan kebijakan moneter.

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

secara optimal; misalnya, menginginkan pertumbuhan ekonomi yang tidak terlalu tinggi demi tetap terpeliharanya tingkat inflasi sesuai dengan yang ditetapkan. Menyadari kelemahan tersebut, dewasa ini beberapa negara secara bertahap telah bergeser menerapkan kebijakan moneter yang lebih memfokuskan pada sasaran tunggal, yaitu stabilitas harga.

Secara prinsip terdapat beberapa strategi dalam mencapai tujuan kebijakan moneter. Masing-masing strategi memiliki karakteristik sesuai dengan indikator nominal yang digunakan sebagai *nominal anchor* ‘dasar acuan/jangkar’ atau semacam “sasaran antara” dalam mencapai tujuan akhir. Beberapa strategi pelaksanaan kebijakan moneter tersebut, antara lain: (i) *exchange rate targeting* ‘penargetan nilai tukar’, (ii) *monetary targeting* ‘penargetan besaran moneter’, (iii) *inflation targeting* ‘penargetan inflasi’, (iv) *implicit but not explicit anchor* ‘strategi kebijakan moneter tanpa jangkar yang tegas’.¹⁷

a. Penargetan nilai tukar

Terdapat tiga alternatif dalam penargetan nilai tukar sebagai strategi pelaksanaan kebijakan moneter. *Pertama*, dengan menetapkan nilai mata uang domestik terhadap harga komoditas tertentu yang diakui secara internasional, seperti emas (standar emas). *Kedua*, dengan menetapkan nilai mata uang domestik terhadap mata uang negara-negara besar yang mempunyai laju inflasi yang rendah. *Ketiga*, dengan menyesuaikan nilai mata uang domestik terhadap mata uang negara tertentu, ketika perubahan nilai mata uang diperkenankan sejalan dengan perbedaan laju inflasi di antara kedua negara (*crawling peg*).

Kelebihan dari penargetan nilai tukar antara lain adalah sebagai berikut. *Pertama*, penargetan nilai tukar dapat meredam laju inflasi yang berasal dari perubahan harga barang-barang impor. *Kedua*, penargetan nilai tukar dapat mengarahkan *inflation expectation* ‘ekspektasi masyarakat terhadap inflasi’. *Ketiga*, penargetan nilai tukar merupakan strategi kebijakan moneter dengan pendekatan *rules* yang dapat mendisiplinkan pelaksanaan kebijakan

¹⁷Uraian selengkapnya mengenai hasil pengamatan empiris dari penerapan beberapa strategi pelaksanaan kebijakan moneter di beberapa negara dapat dilihat di Mishkin, F.S., “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, *Journal of Monetary Economics*, 43 (1999).

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

moneter. *Keempat*, penargetan nilai tukar bersifat cukup sederhana dan jelas sehingga mudah dipahami oleh masyarakat.

Di samping kelebihan-kelebihan di atas, penerapan strategi ini juga mempunyai kelemahan sebagai berikut. *Pertama*, penargetan nilai tukar dalam kondisi ketika perekonomian suatu negara sangat terbuka dan mobilitas dana luar negeri sangat tinggi, kebijakan moneter tidak dapat dilakukan secara independen. *Kedua*, penargetan nilai tukar dapat menyebabkan setiap gejolak struktural yang terjadi di negara tertentu akan ditransmisikan atau berdampak secara langsung pada stabilitas perekonomian domestik. *Ketiga*, penargetan nilai tukar rentan terhadap tindakan spekulasi dalam pemegangan mata uang domestik.

b. Penargetan besaran moneter

Pada banyak negara, penargetan nilai tukar bukan menjadi pilihan utama dari strategi kebijakan moneternya karena tidak ada suatu negara yang mata uangnya secara meyakinkan dapat dijadikan sebagai acuan dalam penetapan strategi kebijakan oleh negara lain. Untuk itu, beberapa negara lebih memilih penargetan besaran moneter, yaitu dengan menetapkan pertumbuhan jumlah uang beredar sebagai sasaran antara, misalnya, uang beredar dalam arti sempit (M1) dan dalam arti luas (M2), serta kredit. Kelebihan utama dari penargetan besaran moneter dibandingkan dengan penargetan nilai tukar adalah dimungkinkannya kebijakan moneter yang independen sehingga bank sentral dapat memfokuskan pencapaian tujuan yang ditetapkan seperti laju inflasi yang rendah dan pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan.

Sebagaimana penargetan nilai tukar, penargetan besaran moneter memungkinkan masyarakat segera mengetahui *stance* 'arah' kebijakan moneter yang ditempuh oleh bank sentral. Sinyal tersebut diharapkan dapat mengarahkan ekspektasi masyarakat terhadap laju inflasi yang akan terjadi serta mengurangi tekanan inflasi. Strategi ini sangat bergantung pada kestabilan hubungan antara besaran moneter dengan sasaran akhir kebijakan (perkembangan harga dan *output*). Dengan semakin berkembangnya instrumen keuangan dan semakin terintegrasinya perekonomian domestik dengan internasional, maka kestabilan hubungan

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

tersebut menjadi terganggu, seperti tercermin pada ketidakstabilan *income velocity* ‘tingkat perputaran uang’. Hal ini antara lain yang menjadi alasan mengapa bank sentral tidak menerapkan strategi ini dengan kaku, atau bahkan meninggalkan strategi ini.

c. Penargetan inflasi

Dengan melemahnya hubungan antara besaran moneter dan sasaran akhir dari kebijakan moneter, banyak negara mulai mengadopsi penargetan inflasi dalam pelaksanaan kebijakan moneternya. Penargetan inflasi dilakukan dengan mengumumkan kepada publik mengenai target inflasi jangka menengah dan komitmen bank sentral untuk mencapai stabilitas harga sebagai tujuan jangka panjang dari kebijakan moneter. Dengan menargetkan inflasi sebagai jangkar nominal, bank sentral dapat menjadi lebih kredibel dan lebih fokus di dalam mencapai kestabilan harga sebagai tujuan akhir.¹⁸

Walaupun penargetan dilakukan pada inflasi, strategi ini tidak mengabaikan pencapaian tujuan kebijakan moneter lainnya seperti perkembangan *output* dan kesempatan kerja. Dalam hal ini, bank sentral senantiasa berupaya untuk memperhitungkan stabilitas perkembangan *output* dan kesempatan kerja (pada tingkat tertentu) dalam jangka pendek. Selain itu, dalam rangka meminimumkan penurunan perkembangan *output*, bank sentral melakukan penyesuaian secara bertahap sasaran inflasi jangka menengah menuju ke arah sasaran laju inflasi jangka panjang yang lebih rendah.

d. Strategi kebijakan moneter tanpa “jangkar” yang tegas

Dalam rangka mencapai kinerja perekonomian yang memuaskan (termasuk inflasi yang rendah dan stabil), strategi kebijakan moneter dapat dilakukan tanpa menerapkan penargetan secara tegas, tetapi tetap memberikan perhatian dan komitmen untuk mencapai tujuan akhir kebijakan moneter. Sebagai salah satu contoh kasus adalah bank sentral

¹⁸Uraian lebih detail mengenai kerangka kerja *inflation targeting* akan disampaikan secara khusus pada bagian lain dari buku ini.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Amerika Serikat yang tidak menyebutkan secara tegas mengenai jangkar nominal yang digunakan.

Walaupun di Amerika Serikat strategi ini telah berhasil, tetapi strategi ini dianggap kurang terbuka/transparan, sehingga masyarakat cenderung mereka-reka maksud dan tujuan kebijakan yang dikeluarkan oleh bank sentral. Hal ini dapat memicu ketidakpastian di pasar mengenai prospek perkembangan harga dan *output*. Ketidaktegasan strategi tersebut juga dapat menurunkan akuntabilitas bank sentral di mata masyarakat dan parlemen karena tidak adanya kriteria keberhasilan pencapaian kebijakan moneter yang umumnya ditentukan terlebih dahulu.

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Penjelasan tentang kerangka strategis kebijakan moneter pada bagian sebelumnya belum membahas bagaimana kebijakan moneter dapat mempengaruhi pendapatan nominal dan kegiatan ekonomi riil secara keseluruhan. Untuk itu, perlu dipahami terlebih dahulu proses atau mekanisme transmisi pengaruh kebijakan moneter terhadap kegiatan ekonomi riil, atau secara singkat disebut mekanisme transmisi kebijakan moneter. Secara spesifik, Taylor (1995) menyatakan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter adalah “*the process through which monetary policy decisions are transmitted into changes in real GDP and inflation*”.

Dalam literatur ekonomi moneter, kajian mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter umumnya mengacu pada peranan uang dalam perekonomian, yang pertama kali dijelaskan oleh *Quantity Theory of Money* ‘Teori Kuantitas Uang’. Teori ini pada dasarnya menggambarkan kerangka kerja yang jelas mengenai analisis hubungan langsung yang sistematis antara pertumbuhan jumlah uang beredar dan inflasi, yang dinyatakan dalam suatu identitas yang dikenal sebagai “*The Equation of Exchange*”:

$$MV = PT$$

dimana jumlah uang beredar (M) dikalikan dengan tingkat perputaran uang /income velocity (V) sama dengan jumlah *output* atau transaksi ekonomi/*output* riil (T) dikalikan dengan tingkat harga (P). Dengan kata lain, dalam keseimbangan, jumlah uang beredar yang

digunakan dalam seluruh kegiatan transaksi ekonomi (MV) sama dengan jumlah *output* yang, dihitung dengan harga yang berlaku, yang ditransaksikan (PT).¹⁹

Berdasarkan mekanisme transmisi ini, dalam jangka pendek, pertumbuhan jumlah uang beredar hanya mempengaruhi perkembangan *output riil*. Selanjutnya, dalam jangka menengah pertumbuhan jumlah uang beredar akan mendorong kenaikan harga (inflasi), yang pada gilirannya menyebabkan penurunan perkembangan *output riil* menuju posisi semula. Dalam keseimbangan jangka panjang, pertumbuhan jumlah uang beredar tidak berpengaruh pada perkembangan *output riil*, tetapi mendorong kenaikan laju inflasi secara proposional. Jalur moneter yang bersifat langsung ini dianggap tidak dapat menjelaskan pengaruh faktor-faktor selain uang terhadap inflasi, seperti suku bunga, nilai tukar, harga aset, kredit, dan ekspektasi. Dalam perkembangan selanjutnya, selain jalur moneter langsung, mekanisme transmisi pada umumnya juga dapat terjadi melalui lima jalur lainnya, yaitu *direct monetary channel* 'jalur moneter langsung', *interest rate channel* 'jalur suku bunga', *exchange rate channel* 'jalur nilai tukar', *assets price channel* 'jalur harga aset', *credit channel* 'jalur kredit', dan *expectation channel* 'jalur ekspektasi'.²⁰ Dalam praktek, transmisi kebijakan moneter masing-masing negara berbeda antara satu dengan yang lainnya, tergantung pada perbedaan struktur perekonomian, perkembangan pasar keuangan, dan sistem nilai tukar yang dianut.

a. Jalur suku bunga

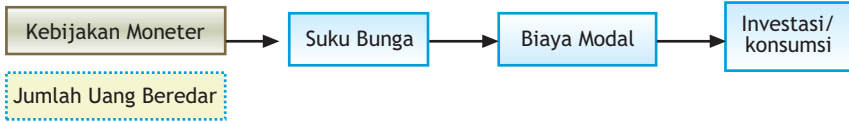
Mekanisme transmisi melalui jalur suku bunga menekankan bahwa kebijakan moneter dapat mempengaruhi permintaan agregat melalui

¹⁹ Untuk melihat hubungan antara pertumbuhan jumlah uang beredar dan inflasi, terdapat dua asumsi yang dipakai. *Pertama*, perkembangan tingkat perputaran uang (V) cukup stabil, atau paling tidak dapat diprediksi. Kebenaran dari asumsi ini merupakan pertanyaan empiris. *Kedua*, dalam jangka panjang, perkembangan output atau transaksi ekonomi riil (T) pada umumnya dapat dianggap konstan dan tidak dipengaruhi oleh perkembangan jumlah uang beredar (*long-run money neutrality*); namun, dipengaruhi oleh perkembangan sisi penawaran dalam perekonomian, seperti jumlah dan produktivitas tenaga kerja, ketersediaan modal, dan kemajuan teknologi.

²⁰ Untuk uraian selengkapnya, lihat Bank for International Settlements, *The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Developing Economies*, January 1997 dan Kakes, J., *Monetary Transmission in Europe: the Role of Financial Market and Credit*, Edward Elgar, 2000.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Diagram 1.
Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Suku Bunga

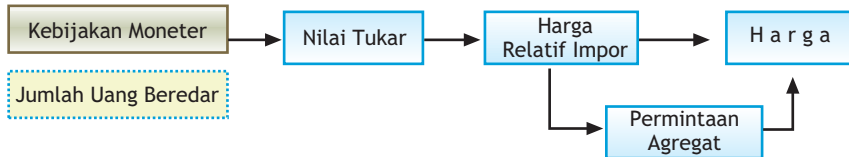


perubahan suku bunga. Dalam hal ini, pengaruh perubahan suku bunga jangka pendek ditransmisikan pada suku bunga jangka menengah/panjang melalui mekanisme penyeimbangan sisi permintaan dan penawaran di pasar uang.²¹ Perkembangan suku bunga tersebut akan mempengaruhi *cost of capital* ‘biaya modal’, yang pada gilirannya akan mempengaruhi pengeluaran investasi dan konsumsi yang merupakan komponen dari permintaan agregat.

b. Jalur nilai tukar

Mekanisme transmisi melalui jalur nilai tukar menekankan bahwa pergerakan nilai tukar dapat mempengaruhi perkembangan penawaran dan permintaan agregat, dan selanjutnya *output* dan harga. Besar kecilnya pengaruh pergerakan nilai tukar tergantung pada sistem nilai tukar yang dianut oleh suatu negara. Misalnya, dalam sistem nilai tukar mengambang, kebijakan moneter ekspansif oleh bank sentral akan mendorong depresiasi mata uang domestik dan meningkatkan harga barang impor. Hal ini

Diagram 2.
Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Nilai Tukar



²¹ Dalam hal ini, apabila perubahan harga bersifat kaku (*sticky prices*), perubahan suku bunga nominal jangka pendek yang dipengaruhi oleh kebijakan moneter bank sentral akan mendorong perubahan suku bunga riil jangka pendek dan panjang. Dengan demikian, dengan kekakuan harga tersebut, kebijakan moneter ekspansif akan mendorong penurunan suku bunga riil jangka pendek, yang selanjutnya mendorong penurunan suku bunga riil jangka panjang.

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

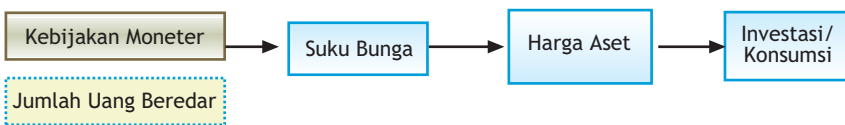
selanjutnya akan mendorong kenaikan harga barang domestik, walaupun tidak terdapat ekspansi di sisi permintaan agregat.²² Sementara itu, dalam sistem nilai tukar mengambang terkendali, pengaruh kebijakan moneter pada perkembangan *output* riil dan inflasi menjadi semakin lemah (dengan *time lag* ‘tenggat waktu’ yang panjang), terutama apabila terdapat substitusi yang tidak sempurna antara aset domestik dan aset luar negeri.

c. Jalur harga aset

Mekanisme transmisi melalui jalur harga aset menekankan bahwa kebijakan moneter berpengaruh pada perubahan harga aset dan kekayaan masyarakat, yang selanjutnya mempengaruhi pengeluaran investasi dan konsumsi. Apabila bank sentral melakukan kebijakan moneter kontraktif, maka hal tersebut akan mendorong peningkatan suku bunga, dan pada gilirannya akan menekan harga aset perusahaan (*market value*). Penurunan harga aset dapat berakibat pada dua hal. *Pertama*, mengurangi kemampuan perusahaan untuk melakukan ekspansi. *Kedua*, menurunkan nilai kekayaan dan pendapatan, yang pada gilirannya mengurangi pengeluaran konsumsi. Secara keseluruhan, kedua hal tersebut berdampak pada penurunan pengeluaran agregat.

Diagram 3.

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Harga Aset



d. Jalur kredit

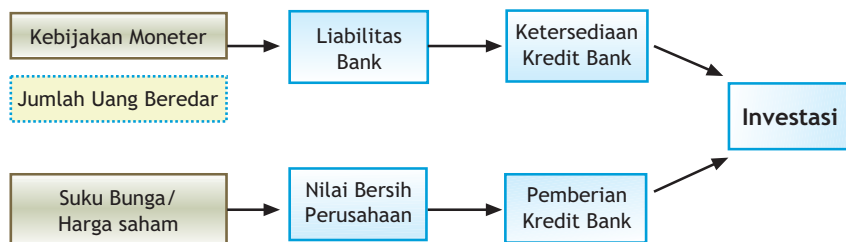
Mekanisme transmisi melalui jalur kredit dapat dibedakan menjadi dua jalur. *Pertama*, *bank lending channel* ‘jalur pinjaman bank’ yang menekankan pengaruh kebijakan moneter pada kondisi keuangan bank, khususnya sisi aset. *Kedua*, *balance sheet channel* ‘jalur neraca perusahaan’ yang menekankan pengaruh kebijakan moneter pada kondisi keuangan

²²Selain itu, pengaruh pergerakan nilai tukar dapat terjadi secara tidak langsung melalui perubahan permintaan agregat (*indirect pass-through*).

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Diagram 4.

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Kredit



perusahaan, dan selanjutnya mempengaruhi akses perusahaan untuk mendapatkan kredit.

Menurut jalur pinjaman bank, selain sisi aset, sisi liabilitas bank juga merupakan komponen penting dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter. Apabila bank sentral melaksanakan kebijakan moneter kontraktif, misalnya, melalui peningkatan rasio cadangan minimum di bank sentral, cadangan yang ada di bank akan mengalami penurunan sehingga *loanable fund* 'dana yang dapat dipinjamkan' oleh bank akan mengalami penurunan. Apabila hal tersebut tidak diatasi dengan melakukan penambahan dana/ pengurangan surat-surat berharga, maka kemampuan bank untuk memberikan pinjaman akan menurun. Kondisi ini menyebabkan penurunan investasi dan selanjutnya mendorong penurunan *output*.

Sementara itu, jalur neraca perusahaan menekankan bahwa kebijakan moneter yang dilakukan oleh bank sentral akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Dalam hal ini, apabila bank sentral melakukan kebijakan moneter ekspansif, maka suku bunga di pasar uang akan turun, yang mendorong harga saham mengalami peningkatan. Sejalan dengan peningkatan tersebut, nilai bersih perusahaan (*networth*) akan meningkat, yang selanjutnya mengurangi tindakan *adverse selection* dan *moral hazard* oleh perusahaan.²³ Kondisi ini mendorong peningkatan pemberian kredit

²³ *Adverse selection* merujuk pada situasi ketika dalam suatu transaksi ekonomi, masing-masing individu memiliki informasi yang berbeda /asimetris mengenai beberapa aspek yang terkait dengan kualitas produk yang ditransaksikan. Dengan kondisi tersebut, individu yang memiliki informasi lebih dapat memperoleh keuntungan lebih besar dari negosiasi yang dilakukan. Sementara itu, *moral hazard* merujuk pada situasi ketika pelaku ekonomi yang satu tidak mengetahui tindakan yang diambil oleh pelaku ekonomi lainnya (yang tersembunyi). Ketidaktahuan mengenai perilaku yang tersembunyi (*hidden action*) tersebut

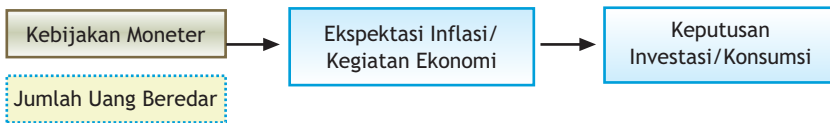
Gambaran Umum Kebijakan Moneter

oleh bank, selanjutnya meningkatkan investasi, dan pada akhirnya meningkatkan *output*.

e. Jalur ekspektasi

Mekanisme transmisi melalui jalur ekspektasi menekankan bahwa kebijakan moneter dapat diarahkan untuk mempengaruhi pembentukan ekspektasi mengenai inflasi dan kegiatan ekonomi. Kondisi tersebut mempengaruhi perilaku agen-agen ekonomi dalam melakukan keputusan konsumsi dan investasi, yang pada gilirannya akan mendorong perubahan permintaan agregat dan inflasi.

Diagram 5.
Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Ekspektasi



Kerangka Operasional Kebijakan Moneter

Pada bagian sebelumnya telah dibahas kerangka strategis dan mekanisme transmisi kebijakan moneter terhadap pencapaian sasaran akhir antara lain stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi, dan perluasan kesempatan kerja. Selanjutnya untuk mengetahui lebih jelas mengenai kebijakan moneter diperlukan pemahaman mengenai kerangka operasional kebijakan moneter. Pada umumnya kerangka kebijakan moneter terdiri dari instrumen, sasaran operasional, sasaran antara, serta sasaran akhir.

Sasaran antara diperlukan karena untuk mencapai sasaran akhir yang ditetapkan, terdapat tenggat waktu antara pelaksanaan kebijakan moneter dan hasil pencapaian sasaran akhir.²⁴ Oleh karena itu, diperlukan adanya indikator-indikator yang lebih segera dapat dilihat untuk mengetahui

dapat menyebabkan dimungkinkannya pengambilan keputusan yang salah, dan pada gilirannya memungkinkan hasil yang tidak baik.

²⁴Dalam literatur ekonomi moneter, time lag 'tenggat waktu' terdiri dari beberapa bagian, antara lain yaitu *inside lag* dan *outside lag*. *Inside lag* terdiri dari *recognition lag*, *decision lag*, dan *action lag*.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

indikasi kebijakan yang biasa disebut sasaran antara. Sasaran antara yang dipilih harus memiliki kestabilan hubungan dengan sasaran akhir. Beberapa pilihan sasaran antara yang dapat digunakan antara lain besaran moneter seperti M1, M2, atau kredit dan suku bunga.

Selanjutnya, untuk mencapai sasaran antara bank sentral memerlukan sasaran-sasaran yang bersifat operasional agar proses transmisi dapat berjalan sesuai dengan rencana. Sasaran operasional yang dipilih harus memiliki kestabilan hubungan dengan sasaran antara dapat dikendalikan otoritas moneter, dan informasi tersedia lebih awal daripada sasaran antara. Beberapa pilihan sasaran operasional yang dapat digunakan antara lain adalah uang primer (M0) dan suku bunga jangka pendek.

Sementara itu, instrumen moneter adalah instrumen yang dimiliki oleh bank sentral yang dapat digunakan baik secara langsung maupun tidak langsung untuk mempengaruhi sasaran-sasaran operasional yang telah ditetapkan. Beberapa pilihan instrumen yang digunakan antara lain adalah *open market operation* ‘operasi pasar terbuka’, *reserve requirement* ‘cadangan wajib minimum’, *discount facility* ‘fasilitas diskonto’, dan *moral suasion* ‘imbau’.²⁵

Rangkaian langkah-langkah bank sentral dari penentuan dan prakiraan sasaran akhir, pemantauan variabel-variabel ekonomi-keuangan yang dijadikan dasar perumusan kebijakan moneter, hingga pelaksanaan pengendalian moneter di pasar uang untuk mencapai sasaran akhir tersebut disebut kerangka operasional kebijakan moneter. Perlu dikemukakan bahwa dalam praktek, penggunaan sasaran antara tergantung pada pendekatan operasional apa yang digunakan oleh bank sentral, yaitu apakah pendekatan berdasarkan kuantitas besaran moneter (*quantity-based approach*) atau pendekatan berdasarkan harga besaran moneter/suku bunga (*price-based approach*). Umumnya, pendekatan berdasarkan kuantitas menggunakan sasaran antara secara tegas. Sementara itu, pendekatan berdasarkan harga umumnya tidak menggunakan sasaran antara secara tegas; namun, pengaruh perubahan sasaran operasional ditransmisikan pada perubahan sasaran akhir melalui perkembangan beragam *information*

²⁵Uraian yang lebih komprehensif mengenai keberadaan instrumen pengendalian moneter terdapat pada Buku Seri Kebenksentralan No. 3: *Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter*, oleh Ascarya, PPSK Bank Indonesia (2002)

Gambaran Umum Kebijakan Moneter

variables yang berfungsi sebagai indikator *leading* dari perkembangan kegiatan ekonomi dan tekanan inflasi, misalnya, ekspektasi inflasi dan suku bunga jangka panjang.

Secara ilustratif, kerangka operasional kebijakan moneter melalui kedua pendekatan tersebut, yang mencerminkan keterkaitan antara instrumen, sasaran operasional, dan sasaran antara, dan sasaran akhir, dapat digambarkan sebagai berikut.²⁶

Diagram 6.
Kerangka Transmisi Operasional dengan Pendekatan Kuantitas

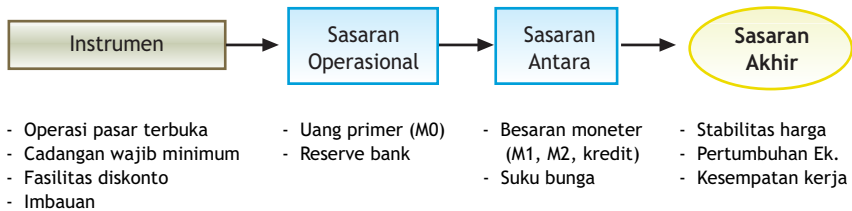
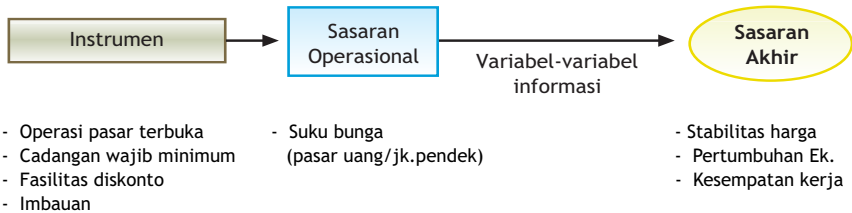


Diagram 7.
Kerangka Operasional dengan Pendekatan Harga



²⁶ Junggun Oh., "Inflation Targeting, Monetary Transmission Mechanism, and Policy Rules in Korea", *Economic Paper*, Vol.2, No.1, March 1999, Bank of Korea (dimodifikasi).

Boks 1 : Hubungan Uang dan Kegiatan Ekonomi: Perbedaan Pemikiran *Monetarist* vs *Keynesian*

Perbedaan pendapat antara kelompok *Keynesian* dan *Monetarist* pada dasarnya menyangkut keberadaan sumber-sumber yang mendorong perkembangan permintaan agregat serta perilaku penawaran agregat. Dalam hal ini, kelompok *Monetarist* berpendapat bahwa permintaan agregat semata-mata dipengaruhi oleh perkembangan uang beredar dan bahwa pengaruh perkembangan uang beredar terhadap permintaan agregat adalah stabil. Kelompok *Monetarist* berasumsi bahwa mekanisme pasar di dalam perekonomian dapat berjalan secara otomatis sehingga harga-harga dapat segera menyesuaikan (naik atau turun) apabila terjadi perbedaan (lebih besar atau lebih kecil) antara permintaan dan penawaran di pasar.

Kelompok *Keynesian* memandang bahwa permasalahan dalam suatu perekonomian pada dasarnya sangat kompleks sehingga tidak hanya uang yang berperan penting dalam mendorong kegiatan ekonomi, tetapi juga variabel-variabel lain. Di sisi lain, kelompok *Keynesian* berasumsi bahwa terjadi sejumlah kekakuan dalam bekerjanya mekanisme pasar di dalam perekonomian, misalnya, karena adanya kontrak kerja antara majikan dan pekerja atau pengaturan harga sejumlah komoditas oleh pemerintah. Dengan kondisi ini, apabila terjadi *shocks* 'kejutan' dalam perekonomian, misalnya, karena adanya kebijakan moneter secara aktif melakukan pelonggaran atau pengetatan, maka dalam jangka pendek pertumbuhan ekonomi riil akan terpengaruh, meskipun pada akhirnya dalam jangka menengah-panjang perkembangan harga juga akan terpengaruh.

Hubungan antara uang, dalam berbagai bentuk dan definisinya, dengan kegiatan perekonomian, khususnya pertumbuhan ekonomi dan inflasi, telah menjadi topik perdebatan antara kelompok *Keynesian* dan *Monetarist* sepanjang sejarah teori ekonomi moneter.

Kelompok *Monetarist*, berpendapat bahwa uang hanya berpengaruh pada tingkat inflasi dan tidak pada pertumbuhan ekonomi. Implikasinya adalah bahwa kebijakan moneter harus diarahkan hanya untuk pengendalian inflasi dan tidak bisa dipergunakan untuk mempengaruhi kegiatan ekonomi riil. Lebih lanjut lagi, pelaksanaan kebijakan moneter tersebut perlu dilakukan dengan rules yang dibakukan dan diarahkan untuk mengendalikan inflasi. Kebijakan moneter tidak dapat dipergunakan secara aktif mempengaruhi kegiatan ekonomi riil, dalam arti dapat dilonggarkan apabila sektor riil sedang lesu dan diketatkan apabila terjadi peningkatan kegiatan ekonomi secara berlebihan.

Di sisi lain, kelompok *Keynesian* berpendapat bahwa uang dapat mempengaruhi kegiatan ekonomi riil di samping pengaruhnya terhadap inflasi. Implikasinya adalah bahwa kebijakan moneter dapat dipergunakan sebagai salah satu instrumen kebijakan untuk secara aktif mempengaruhi naik turunnya kegiatan ekonomi riil. Dengan kata lain, bank sentral mempunyai *discretion* untuk mempergunakan kebijakan moneter secara aktif membantu upaya-upaya untuk mempengaruhi naik turunnya kegiatan ekonomi riil. Apabila kegiatan ekonomi riil dirasakan terlalu lesu, kebijakan moneter dapat dilonggarkan sehingga jumlah uang beredar dalam perekonomian bertambah dan dapat mendorong peningkatan kegiatan ekonomi. Sebaliknya, apabila kegiatan ekonomi riil dinilai terlalu cepat dan cenderung memanas, kebijakan moneter perlu diketatkan sehingga terjadi penurunan kegiatan ekonomi riil dan tingkat inflasi dapat terkendali.

Dengan latar belakang pemikiran yang berkembang dalam teori ekonomi moneter, pandangan yang lebih dominan akan tergantung pada kondisi yang terjadi pada perekonomian suatu negara. Tidak ada satu teori ataupun pandangan yang sesuai dan dapat menggambarkan sepenuhnya kondisi di semua negara, karena perbedaan yang terjadi baik pada bekerjanya mekanisme pasar, sistem perekonomian, ataupun cara-cara otoritas dalam melaksanakan kebijakan moneter. Dengan demikian, pernyataan mengenai

pandangan mana yang sesuai pada suatu perekonomian, apakah *Monetarist* atau *Keynesian*, senantiasa menjadi suatu pertanyaan empiris meskipun hasil pengujian di banyak negara dapat memberikan kesimpulan umum mengenai kecenderungan-kecenderungan yang terjadi.

Boks 2 : Penentuan Respons Kebijakan Moneter: *Rules vs Discretion*

Pada dasarnya, alternatif penentuan respons kebijakan moneter dapat dilakukan dengan menggunakan *rules* atau dengan menggunakan *discretion*. Secara analitis, Barro dan Gordon (1983) menguraikan bahwa penetapan instrumen kebijakan moneter berdasarkan pola *rules* (*rule-based policy*) dilakukan dengan merespons kondisi yang sedang terjadi, sebagaimana telah diperhitungkan dalam formulasi penetapan instrumen kebijakan yang telah dilakukan sebelumnya. Sebaliknya, penetapan instrumen kebijakan moneter berdasarkan pola *discretion* (*discretion-based policy*) lebih mendasarkan pada evaluasi dari waktu ke waktu yang memperhitungkan kondisi yang sedang berlangsung, serta menganggap perkembangan dan kebijakan masa lalu sebagai suatu yang tidak relevan. Sementara itu, Taylor (1993) menjelaskan bahwa, berbeda dengan *discretion-based policy*, perilaku penetapan *rule-based policy* adalah sistematis, dalam arti 'berdasarkan metodologi dan perencanaan', bukan berdasarkan langkah yang bersifat kasual dan acak. Salah satu contoh dari *rules* yang secara umum diketahui diajukan pertama kali oleh Friedman (1960), yaitu pertumbuhan uang beredar yang konstan (*constant money growth*). Per definisi, setiap penyimpangan dari pola ini digolongkan pada *discretion*.

Konsensus yang diambil setelah melalui perdebatan panjang di antara para ekonom berkaitan dengan pilihan terhadap kedua pola penetapan tersebut menyatakan bahwa bank sentral tidak dapat

menerapkan kebijakan moneter sepenuhnya berdasarkan pola *discretion*. Di sisi lain, beberapa pola *rules* diyakini sebagai suatu prasarat bagi penerapan kebijakan moneter yang baik sehingga penerapan kebijakan tanpa menggunakan suatu *rule* tertentu mungkin akan menimbulkan konsekuensi yang sebaliknya.

Secara tradisional, saat ini para ekonom lebih memfokuskan pengamatan terhadap dua jenis *rules*.

(1) *Money growth* ‘pertumbuhan uang beredar’ *rules* yang dipelopori oleh McCallum (1988). *Rules* ini merupakan pengembangan *rules* yang diajukan oleh Friedman dengan menyertakan mekanisme *feedback* ‘umpan-balik’ dalam melakukan koreksi secara bertahap terhadap kesalahan yang terjadi pada masa lalu.

(2) *Interest rate* ‘suku bunga’ *rules* yang dipelopori oleh Taylor (1993). *Rules* ini juga menyertakan mekanisme *feedback*, yaitu bahwa bank sentral mengubah suku bunga dengan mendasarkan pada deviasi perkembangan inflasi dan *output* terhadap tingkat yang ditargetkan.

Jenis *rules* manakah yang sebaiknya dipilih masih merupakan permasalahan yang belum terjawab.²⁷ Namun, umumnya telah disepakati bahwa *rule-based policy* dapat diterapkan dengan mempertimbangkan *discretion* tertentu. Demikian pula sebaliknya, walaupun suatu kondisi ideal terpenuhi, disarankan agar penerapan kebijakan *discretion* memperhitungkan komponen *rules*.²⁸

²⁷ Kajian komprehensif mengenai keberadaan *policy rules* dalam pelaksanaan kebijakan moneter disampaikan dalam *Monetary Policy Rules*, NBER Conference Report, J.B. Taylor (Ed.) The University of Chicago Press, 1999.

²⁸ Dalam perkembangannya, sejak awal tahun 1980an debat “*rules versus discretion*” lebih mengacu pada argumen baru yang mengetengahkan adanya permasalahan “ketidakkonsistenan” (“*time inconsistency*” *problem*) dalam penerapan strategi kebijakan. *Time-inconsistency problem* merujuk pada adanya perbedaan langkah kebijakan (yang optimal) yang telah diumumkan oleh bank sentral kepada masyarakat — jika bank sentral mempunyai kredibilitas yang baik — dengan langkah kebijakan yang akan dilakukan oleh bank sentral setelah masyarakat mengambil suatu keputusan berdasarkan ekspektasinya. Misalnya, bank sentral mengumumkan janjinya untuk mencapai target inflasi tertentu, dan masyarakat melakukan kontrak atau kesepakatan kerja berdasarkan pengumuman tersebut. Dalam kondisi ini, bank sentral mempunyai insentif untuk tidak memenuhi janjinya dengan mencari kemungkinan untuk mencapai pertumbuhan output yang lebih besar, dengan

Kebijakan Moneter di Indonesia

Bagian sebelumnya telah mengulas kebijakan moneter ditinjau dari aspek teoretis. Pada bagian ini akan dipaparkan perkembangan kebijakan moneter di Indonesia. Pada bagian pertama akan dibahas kebijakan moneter sejak awal kemerdekaan hingga masa sebelum krisis ekonomi tahun 1997. Bagian selanjutnya akan membahas kebijakan moneter terkini dengan ulasan yang lebih lengkap, mencakup kerangka, mekanisme transmisi, proses perumusan, dan mekanisme pengendalian moneter di Indonesia. Bagian terakhir akan membahas kebijakan nilai tukar dan devisa.

Kebijakan Moneter Periode Pre-Krisis Ekonomi 1997

Pelaksanaan tugas Bank Indonesia di bidang moneter mengalami evolusi sesuai dengan pasang-surut perkembangan ekonomi dan iklim politik bangsa Indonesia. Perkembangan ekonomi sangat berpengaruh terhadap pelaksanaan kebijakan moneter tidak hanya karena kebijakan moneter itu diarahkan untuk mempengaruhi berbagai variabel ekonomi makro, khususnya inflasi dan pertumbuhan ekonomi, tetapi juga karena perkembangan ekonomi akan menentukan bagaimana reaksi Bank Indonesia merumuskan dan melaksanakan kebijakan moneternya. Secara khusus, perkembangan sektor keuangan sangat mempengaruhi pelaksanaan kebijakan moneter karena mekanisme transmisi kebijakan moneter pada dasarnya terjadi melalui sektor keuangan, sesuai dengan fungsinya dalam intermediasi keuangan. Sementara itu, perjalanan politik bangsa Indonesia secara langsung maupun tidak langsung juga menyebabkan terjadinya pergeseran peranan Bank Indonesia. Hal ini terutama karena pelaksanaan kebijakan ekonomi makro, termasuk kebijakan moneter, tidak dapat dilepaskan dari tatanan dan iklim politik suatu negara. Dengan kata lain, pelaksanaan kebijakan moneter sering

konsekuensi terjadinya tekanan inflasi yang lebih tinggi. Namun, pada akhirnya, masyarakat akan mengetahui hal tersebut sehingga mereka menyesuaikan atau menetapkan ekspektasi terhadap laju inflasi yang lebih tinggi yang berakibat pada terhambatnya perkembangan output riil. Apabila rangkaian kejadian tersebut berulang, maka akan terjadi “bias inflasi” (*inflationary bias*), situasi ketika peningkatan output riil tidak terjadi sementara tekanan inflasi semakin tinggi.

kali dikaitkan dengan pelaksanaan agenda politik pemerintah yang berkuasa, khususnya di negara-negara yang sedang berkembang.

a. Periode 1945 – 1952

Pada awal kemerdekaan, untuk pertama kalinya pemerintah Indonesia mengambil keputusan untuk mendirikan bank sirkulasi berbentuk bank milik negara, dan dalam pelaksanaannya berupa pendirian Bank Negara Indonesia (BNI) dan Bank rakyat Indonesia (BRI) pada tahun 1946. Kedua bank milik negara tersebut dan beberapa bank swasta yang ditunjuk pemerintah melaksanakan penukaran mata uang Hindia Belanda dan Jepang dengan mata uang Republik Indonesia (ORI) yang dikeluarkan oleh pemerintah Indonesia. Tujuan pengeluaran/pengedaran ORI tersebut adalah untuk menggantikan peranan mata uang Hindia Belanda dan Jepang dalam perekonomian Indonesia.

Dalam perjalanannya, penggunaan ORI hanya mencapai usia 3 tahun 5 bulan, sebelum akhirnya ditarik dari peredaran dan diganti dengan uang *De Javasche Bank*. *De Javasche Bank* akhirnya diputuskan sebagai bank sentral pada penyerahan kedaulatan Indonesia pada pemerintah Republik Indonesia Serikat. Beberapa waktu setelah pembentukan Negara Kesatuan Republik Indonesia (NKRI), dilakukan nasionalisasi terhadap *De Javasche Bank* melalui Undang-Undang Nasionalisasi *De Javasche Bank* pada tanggal 6 Desember 1951.

b. Periode tahun 1953 – 1967

Dalam perkembangan selanjutnya, pemerintah Indonesia mengeluarkan UU No.11 Tahun 1953 tentang Pokok Bank Indonesia sebagai pengganti *Javasche Bank wet* tahun 1922. Dengan undang-undang tersebut dibentuklah Dewan Moneter, dan Menteri Keuangan bertindak sebagai Ketua, sementara Menteri Ekonomi dan Gubernur Bank Indonesia bertindak sebagai anggota. Dewan Moneter mempunyai berbagai tugas dan kewenangan yang terkait erat dengan upaya-upaya untuk mengendalikan kondisi moneter, antara lain menentukan kebijakan moneter secara umum, mengatur dan menstabilkan mata uang, serta memajukan urusan kredit dan perbankan pada umumnya .

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Dengan dibelakukannya UU No.11 Tahun 1953 tentang Pokok Bank Indonesia, tuntutan yang sangat besar diarahkan kepada Bank Indonesia untuk ikut serta secara aktif dalam menata dan mengembangkan perekonomian nasional yang pada waktu itu mengalami banyak permasalahan. Fokus dari peran yang diinginkan banyak terkait dengan fungsi Bank Indonesia sebagai bank sirkulasi. Tantangan terbesar pada masa ini adalah menyatukan mata uang yang pada waktu telah banyak beredar dan berbeda-beda di berbagai wilayah Indonesia. Karena itu, Bank Indonesia dituntut untuk menerbitkan mata uang baru, rupiah, sebagai satu-satunya alat pembayaran yang sah di seluruh wilayah negara Indonesia menggantikan mata-mata uang yang ada di masing-masing daerah. Satu hal yang menarik adalah bahwa nilai perbandingan atau paritas yang digunakan untuk penukaran mata uang suatu daerah dengan mata uang rupiah didasarkan pada perkiraan jumlah uang beredar sesuai dengan kebutuhan perekonomian daerah yang bersangkutan. Inilah merupakan contoh kongkrit bagaimana peran bank sirkulasi dan kebijakan moneter yang dilakukan Bank Indonesia, yang tidak saja sesuai dengan kondisi perekonomian yang pada waktu itu masih relatif tradisional, tetapi juga diarahkan untuk mendukung persatuan dan kesatuan negara yang baru merdeka.

Pada masa awal berdirinya, Bank Indonesia, selain berfungsi sebagai bank sirkulasi, juga berperan sebagai bank komersial dengan memberikan kredit langsung kepada pihak swasta, pemerintah, dan yayasan-yayasan pemerintah, selain kredit kepada bank-bank dan badan-badan perkreditan lainnya. Sementara itu, dengan mulai tertatanya mekanisme peredaran uang, perkembangan selanjutnya menunjukkan adanya keinginan kuat dari Pemerintah agar Bank Indonesia berperan lebih aktif dalam meningkatkan kegiatan ekonomi. Inilah yang kemudian dikenal dengan peran Bank Indonesia sebagai agen pembangunan. Pada prinsipnya, bentuk dari peran tersebut ada dua. *Pertama*, bentuk pembiayaan oleh Bank Indonesia terhadap defisit anggaran pemerintah yang pada waktu relatif besar dan tidak terkontrol karena besarnya kepentingan politik pada waktu itu. Perlu dikemukakan bahwa defisit anggaran pemerintah tersebut dibiayai dengan pencetakan uang. *Kedua*, bentuk pembiayaan secara langsung oleh Bank Indonesia dalam sejumlah kegiatan ekonomi. Dalam kondisi tersebut, Bank Indonesia praktis telah melaksanakan tekanan

kebijakan moneter ekspansif yang sebagian besar bersumber pada upaya pembiayaan defisit anggaran pemerintah. Namun, dari sektor perbankan, dampak penciptaan uang telah dibatasi melalui penetapan *reserve requirement*, yaitu rasio jumlah cadangan minimum terhadap jumlah kewajiban lancarnya yang wajib dipelihara oleh bank-bank, sebesar 30% pada tahun 1957.

Perkembangan politik pada waktu itu telah cenderung menimbulkan ketimpangan dalam pelaksanaan kebijakan moneter, yang dicerminkan oleh peningkatan yang berlebihan pencetakan uang untuk pembiayaan defisit anggaran sebagai akibat kebijakan fiskal yang ekspansif. Keinginan yang kuat untuk menyenangkan rakyat telah mendorong pemerintah menempuh kebijakan fiskal tanpa mengindahkan prinsip-prinsip kehati-hatian, yang cenderung membutuhkan pengeluaran anggaran yang besar dan menyebabkan membengkaknya defisit anggaran pemerintah. Demikian pula, pembangunan proyek-proyek mercusuar atau pengeluaran untuk militer merupakan contoh konkrit yang terjadi pada waktu itu. Kondisi seperti ini telah menimbulkan melonjaknya uang beredar jauh melebihi dari kebutuhan riil perekonomian sehingga mendorong naiknya harga-harga secara tajam. Akibatnya, laju inflasi membumbung tinggi hingga mencapai sekitar 600% pada tahun 1965, yang dikenal dengan periode *hyperinflation*.

c. Periode 1968 – 1997

Periode stabilisasi dan rehabilitasi ekonomi (1968 – 1972)

Pengalaman selama periode sejak awal kemerdekaan sampai dengan pertengahan tahun 1960-an memberikan pelajaran penting mengenai pentingnya prinsip kehati-hatian dalam pelaksanaan kebijakan moneter dan fiskal. *Pertama*, bahwa kebijakan fiskal harus mampu mengendalikan defisit anggaran pada batas-batas yang wajar. Untuk itu, pengeluaran anggaran harus diseleksi secara ketat dan diprioritaskan pada jenis-jenis pengeluaran yang mampu mendorong kegiatan ekonomi riil, dan karenanya pengeluaran-pengeluaran yang cenderung kurang strategis dan berlebihan harus dihindarkan. *Kedua*, bahwa kebijakan moneter tidak boleh dipergunakan untuk membiayai defisit anggaran pada sisi kebijakan

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

fiskal. Kebijakan moneter harus tetap difokuskan pada pengendalian inflasi, dan karenanya pencetakan uang untuk membiayai defisit anggaran pemerintah akan mengancam kestabilan harga dan kestabilan moneter secara keseluruhan. *Ketiga*, bahwa kebijakan fiskal dan kebijakan moneter perlu dikoordinasikan secara baik, dengan tetap berpegang pada prinsip independensi masing-masing instansi, agar terjadi sinergi kedua kebijakan tersebut dalam menjaga stabilitas ekonomi untuk berlangsungnya pembangunan secara berkelanjutan.

Pada masa selanjutnya, yaitu sejak akhir tahun 1960-an, perkembangan ekonomi dan keuangan terus berkembang. Pada awalnya, kebijakan Pemerintah lebih diprioritaskan untuk pemulihan stabilitas ekonomi yang sempat terancam pada pertengahan tahun 1960-an. Pengeluaran anggaran diseleksi secara ketat, defisit anggaran pemerintah dikendalikan, dan pembiayaan diupayakan dari pinjaman lunak luar negeri sehingga tidak mengancam stabilitas ekonomi, khususnya untuk pengendalian inflasi. Di sisi moneter, pencetakan uang untuk pembiayaan defisit anggaran pemerintah dihentikan dan jumlah uang beredar dikendalikan. Upaya ini dibarengi dengan penyediaan barang dan jasa yang sangat dibutuhkan masyarakat. Dengan penegakan disiplin baik di sisi fiskal maupun di sisi moneter tersebut, stabilitas ekonomi dapat secara cepat dipulihkan, seperti terlihat dengan menurunnya secara drastis laju inflasi hingga di bawah 10%, sehingga kepercayaan untuk pemulihan kegiatan ekonomi dapat terbangun dengan baik. Dengan keberhasilan pemulihan stabilitas ekonomi ini, Pemerintah kemudian mulai melakukan perencanaan pembangunan nasional, baik dalam jangka panjang, menengah, dan pendek, sehingga kegiatan perekonomian nasional secara berangsur-angsur mulai tertata dan mengalami peningkatan.

Penataan ekonomi, khususnya di sektor moneter dan perbankan lebih dimantapkan dengan dikeluarkannya **UU No.13 Tahun 1968 tentang Bank Sentral**. Dalam hal ini, tugas Bank Indonesia adalah membantu pemerintah dalam dua hal, yaitu pertama mengatur, menjaga, dan memelihara stabilitas nilai rupiah dan kedua mendorong kelancaran produksi dan pembangunan serta memperluas kesempatan kerja guna meningkatkan taraf hidup rakyat. Kebijakan moneter dirumuskan oleh Dewan Moneter dan Bank Indonesia melakukan tugas kebijakan moneter

sesuai dengan keputusan Dewan Moneter.

Perlu dikemukakan, di satu sisi, pengaturan kelembagaan seperti ini mempunyai nilai positif karena terintegrasi dan terkoordinirnya kebijakan moneter dengan kebijakan fiskal dan kebijakan ekonomi makro lainnya. Namun, di sisi lain pengaturan seperti ini mengaburkan fokus tugas, disiplin, dan tanggung jawab masing-masing instansi dalam perumusan dan pelaksanaan kebijakan tersebut. Tidak ada *check and balance* antara kebijakan moneter, kebijakan fiskal, dan kebijakan ekonomi makro lainnya. Lebih jauh lagi, pengaturan kelembagaan seperti ini memungkinkan masih dimanfaatkan kebijakan moneter untuk pembiayaan fiskal sehingga prinsip kehati-hatian dan disiplin kebijakan ekonomi makro kurang dapat terjamin.

Periode pertumbuhan ekonomi dengan hasil minyak (1973 – 1982)

Peningkatan kegiatan perekonomian nasional kemudian mengalami dorongan lebih lanjut dengan hasil minyak yang meningkat khususnya pada awal dekade 1970-an. Ditemukannya ladang-ladang minyak di Indonesia telah memberikan sisi positif dan negatif. Di satu sisi, hasil minyak telah memberikan limpahan rezeki bagi penerimaan negara sehingga dapat dipergunakan untuk membiayai pengeluaran rutin dan pengeluaran pembangunan di sisi fiskal. Dengan peran aktif dan cenderung dominan oleh pemerintah, kebijakan fiskal telah memungkinkan untuk mendorong kegiatan ekonomi riil. Namun, di sisi lain peningkatan penerimaan devisa hasil minyak dan pengeluaran pemerintah telah menyebabkan ekspansi jumlah uang beredar dari sisi fiskal. Kondisi ini mengharuskan kebijakan moneter untuk melakukan penyerapan ekspansi moneter dari sisi fiskal tersebut agar tidak menimbulkan kelebihan likuiditas dalam perekonomian yang dapat meningkatkan laju inflasi.

Dengan latar belakang tersebut, pada tahun 1974 Pemerintah mulai menempuh kebijakan kredit selektif dari sisi moneter. Tujuannya adalah agar jumlah uang beredar tetap terkendali sehingga laju inflasi dapat tetap terjaga. Hal ini terutama dilakukan dengan pengaturan terhadap besarnya ekspansi kredit yang diperbolehkan oleh perbankan, atau yang sering

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

dikenal dengan pagu ekspansi aktiva neto. Jadi, setiap tahun Bank Indonesia menyusun rencana ekspansi kredit secara nasional dengan menghitung berapa jumlah uang beredar yang sesuai dengan perkiraan laju inflasi dan pertumbuhan *output*. Kemudian bank-bank diminta untuk menyampaikan rencana kredit kepada Bank Indonesia untuk kemudian ditetapkan pagu kredit setahun ke depan untuk masing-masing bank. Pagu individual bank tersebut pada akhirnya akan menjadi dasar untuk penyaluran kredit likuiditas yang disediakan Bank Indonesia sesuai dengan sektor/program yang sudah ditetapkan.

Meskipun kehidupan sektor perbankan kurang bergairah akibat kelangkaan sumber dana karena menurunnya penghimpunan dana masyarakat dan adanya pembatasan dalam pemberian kredit, kegiatan investasi terus berlanjut, khususnya yang dilakukan oleh pemerintah. Selanjutnya, untuk memberikan ruang gerak yang lebih besar kepada bank-bank dalam pemanfaatan dana terutama dalam pemberian kreditnya kepada sektor swasta, Bank Indonesia pada tahun 1978 menurunkan *reserve requirement* bank-bank dari 30% menjadi 15%.

Periode deregulasi, debirokratisai, dan liberalisasi ekonomi (1983 – 1997)

Pada awal dekade 1980-an terjadi kemerosotan harga minyak di pasar dunia sebagai akibat adanya kecenderungan terjadinya resesi dunia. Hal ini telah menyebabkan terbatasnya penerimaan negara untuk pembiayaan Anggaran Penrimaan dan Belanja Negara (APBN). Dominasi Pemerintah dalam menopang peningkatan kegiatan ekonomi tidak dapat lagi dipertahankan, dan akibatnya kelangsungan pembangunan nasional terancam. Karena itu, Pemerintah kemudian menempuh serangkaian kebijakan reformasi di bidang ekonomi untuk mengatasi ancaman krisis karena merosotnya harga minyak tersebut. Tujuannya adalah untuk menumbuhkan, mendorong, dan meningkatkan peran sektor swasta dalam setiap aspek kehidupan ekonomi untuk menggantikan peran Pemerintah dalam rangka mempertahankan pembangunan nasional. Karena itu, sejak awal dekade 1980-an Pemerintah menempuh kebijakan deregulasi, debirokratisasi, dan bahkan liberalisasi di berbagai sektor ekonomi, baik sektor perbankan dan keuangan, perdagangan, investasi, dan sebagainya.

Pada 1 Juni 1983 Pemerintah mengeluarkan kebijakan deregulasi perbankan, yang menandai era liberalisasi di sektor perbankan khususnya dan sektor keuangan pada umumnya. Kebijakan ini telah mendorong begitu pesatnya perkembangan sektor perbankan dan keuangan di Indonesia. Hal ini tidak saja dapat dilihat dari jumlah bank yang beroperasi, besarnya dana masyarakat yang dapat dimobilisasi baik dalam bentuk giro, tabungan dan deposito, tetapi juga dalam bentuk kredit dan jenis pembiayaan lainnya yang disediakan oleh perbankan untuk dunia usaha. Demikian pula di pasar keuangan, terjadi perkembangan yang pesat baik dari sisi volume transaksi keuangan maupun berbagai produk keuangan (saham, obligasi, surat-surat berharga, dan produk-produk derivatif) yang diperdagangkan. Dengan perkembangan seperti ini, semakin banyak dana yang berputar di sektor keuangan dan mempengaruhi keeratan hubungan antara uang, inflasi, dan *output* dibanding dengan periode sebelumnya.

Kondisi ekonomi, khususnya sektor keuangan, seperti ini telah membawa implikasi mendasar pada pelaksanaan kebijakan moneter oleh Bank Indonesia. Kebijakan moneter yang sebelumnya dilakukan secara langsung dengan *selective credit policy* mulai beralih ke cara-cara tidak langsung dan berorientasi pasar, antara lain dengan melakukan operasi di pasar uang (operasi pasar terbuka) untuk mengendalikan likuiditas perekonomian. Pengendalian moneter diarahkan pada jumlah uang beredar (M1 dan M2) sebagai sasaran antara dan uang primer (M0) sebagai sasaran operasional. Sementara itu, operasi di pasar uang dilakukan melalui lelang Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang mulai diterbitkan pada tahun 1984 sebagai instrumen utama kebijakan moneter. Pengendalian likuiditas juga dibantu dengan intervensi di pasar uang rupiah dengan cara memberi pinjaman jangka pendek antara *overnight* hingga tujuh hari. Operasi di pasar uang dimaksud diarahkan untuk mencapai sasaran operasional uang primer tersebut untuk diarahkan agar sasaran antara jumlah uang beredar (M1 dan M2) tetap terkendali sesuai dengan perkiraan yang telah ditetapkan.

Dalam perkembangan selanjutnya, untuk mendorong kegiatan ekonomi dalam negeri dalam menghadapi persaingan global, pada 1988 pemerintah mengeluarkan paket kebijakan 27 Oktober 1988, yang secara umum merupakan paket penyempurnaan kebijakan di bidang keuangan,

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

moneter, dan perbankan.²⁹ Dalam hubungannya dengan upaya peningkatan efektivitas pengendalian moneter, langkah-langkah yang ditempuh antara lain adalah penurunan *reserve requirement* dari 15% menjadi 2%. Selain itu, di bidang perbankan, dilakukan penciptaan iklim persaingan yang lebih kondusif melalui perlonggaran izin pendirian bank-bank baru dan bank campuran. Kebijakan deregulasi yang cukup longgar tersebut telah mengakibatkan perkembangan yang sangat pesat sektor perbankan dan keuangan di Indonesia.

Sejalan dengan pesatnya perkembangan perbankan dan pasar keuangan di Indonesia tersebut, timbul permasalahan baru dalam pelaksanaan kebijakan moneter, khususnya berkaitan dengan upaya pengendalian jumlah uang beredar (M1 dan M2). Operasi dan produk perbankan baik dalam memobilisasi dana maupun dalam pembiayaan dunia usaha tidak hanya terbatas pada rekening giro, tabungan, deposito, ataupun kredit, tetapi juga telah bervariasi dalam berbagai bentuk instrumen pasar uang seperti *negotiable certificate of deposits*, *commercial papers*, *promissory notes*, *Automated Teller Machines (ATMs)*, dan sebagainya. Di sisi lain, perkembangan pasar modal sendiri juga telah demikian pesat, baik dalam bentuk volume transaksi maupun jenis surat-surat berharga yang diperdagangkan. Akibatnya, terjadi kecenderungan adanya *decoupling* ‘pelepasan’ keterkaitan antara sektor keuangan dan sektor riil, sehingga menyebabkan semakin renggangnya hubungan antara uang beredar dengan inflasi dan *output* riil, khususnya dalam jangka pendek.

Selain itu, sebagai dampak dari liberalisasi sektor keuangan, aliran dana yang masuk ke perekonomian Indonesia, khususnya pinjaman luar negeri swasta, demikian besar dan pesat. Hal ini juga memanfaatkan periode *boom* dalam perekonomian Indonesia dan didukung oleh gelombang globalisasi di sektor keuangan, perdagangan, dan investasi yang demikian pesat pada waktu itu. Di satu sisi, besarnya aliran dana luar negeri tersebut mampu menutup kesenjangan tabungan-investasi

²⁹ Perkembangan ekonomi yang kurang sehat sempat terjadi pada tahun 1987, saat masyarakat melakukan spekulasi mata uang asing karena memperkirakan akan dilakukan devaluasi oleh pemerintah. Untuk mengatasi perkembangan tersebut pemerintah mengambil langkah kebijakan yang dikenal dengan “Gebrakan Sumarlin”, yang mengakibatkan penurunan likuiditas perbankan yang tajam dan meredanya kegiatan spekulasi.

(*saving-investment gap*) sehingga dapat mendorong peningkatan pertumbuhan ekonomi dan pembangunan nasional. Namun, di sisi lain aliran dana luar negeri tersebut juga kemudian menimbulkan sejumlah permasalahan. Dana luar negeri tersebut pada umumnya berupa pinjaman luar negeri swasta, berjangka pendek, tidak memperhitungkan risiko perubahan nilai tukar, dan banyak dimanfaatkan untuk membiayai proyek-proyek swasta yang berjangka panjang dan tidak menghasilkan devisa. Dari sisi moneter, besar dan mobilitas aliran dana luar negeri tersebut juga mempersulit pelaksanaan kebijakan moneter oleh Bank Indonesia.

Untuk menghindari dampak negatif dari ekspansi uang beredar yang berasal dari aliran dana luar negeri tersebut terhadap peningkatan inflasi dan kestabilan nilai tukar rupiah, Bank Indonesia melakukan penyerapan kelebihan likuiditas dalam perekonomian sehingga mendorong kenaikan suku bunga dalam negeri. Namun, kenaikan suku bunga ini semakin mendorong masuknya aliran dana luar negeri tersebut, khususnya dalam bentuk surat-surat berharga yang berjangka pendek. Akibatnya, seperti telah kita ketahui bersama, jumlah pinjaman luar negeri swasta dalam berbagai bentuk dan jangka waktunya semakin membesar. Kondisi ini diperburuk lagi dengan tidak dijalankan proyek-proyek swasta yang dibiayai dari pinjaman luar negeri tersebut sesuai dengan prinsip-prinsip pengelolaan usaha yang sehat (*good corporate governance*) sehingga menjadi penyebab utama dari krisis sejak tahun 1997.

Kebijakan Moneter Periode Setelah Krisis Ekonomi 1997

Krisis yang melanda Indonesia sejak tahun 1997 telah menimbulkan berbagai permasalahan yang demikian sulit dan kompleks di berbagai bidang. Krisis yang mulanya berasal dari krisis moneter telah berubah cepat menjadi krisis ekonomi, krisis sosial budaya, krisis politik, sehingga menjadi “krisis multi-dimensi”. Salah satu pemicu utama krisis tersebut adalah terjadinya kelangkaan dana perbankan sebagai akibat penarikan dana oleh masyarakat yang sangat besar. Ditambah dengan semakin melemahnya nilai rupiah terhadap dolar AS, kepercayaan masyarakat terhadap rupiah semakin berkurang sehingga nilai tukar rupiah terus mengalami penurunan yang sangat tajam. Untuk mencegah kehancuran sektor perbankan, Pemerintah (Bank Indonesia) menyuntik dana ke sektor

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

perbankan dalam jumlah yang sangat besar, yang selanjutnya berakibat pada melonjaknya laju inflasi. Di sisi lain, Bank Indonesia harus menyerap kelebihan likuiditas di masyarakat melalui kebijakan moneter kontraktif, yang berakibat pada naiknya suku bunga dan persoalan lain di pasar keuangan secara keseluruhan.

Kondisi krisis tersebut menunjukkan bahwa dalam pembangunan nasional yang dilaksanakan pada masa sebelum terjadinya krisis ekonomi mengandung banyak kelemahan struktur dan sistem perekonomian yang menimbulkan penyimpangan-penyimpangan atau distorsi ekonomi. Kondisi ini telah menyebabkan lemah dan tidak sehatnya struktur perekonomian nasional. Di sisi lain, perkembangan ekonomi internasional mengalami perubahan yang cepat dan mendasar menuju kepada sistem ekonomi global yang ditandai dengan semakin terintegrasinya pasar keuangan dunia yang memudahkan pergerakan aliran dana luar negeri disertai dengan semakin ketatnya persaingan di dunia internasional. Selain menguntungkan dalam mendorong pertumbuhan ekonomi nasional, pergerakan aliran dana luar negeri juga meningkatkan kerentanan perekonomian nasional. Sehubungan dengan hal tersebut, perlu diupayakan pemecahannya yang sekaligus dapat meletakkan landasan perekonomian nasional yang kukuh melalui strategi pembangunan yang tepat dalam rangka mewujudkan perekonomian nasional yang mampu bersaing di kancah perekonomian internasional.

Guna mewujudkan perekonomian yang kukuh tersebut perlu diadakan penyesuaian berbagai kebijakan ekonomi yang selama ini telah ditempuh di Indonesia. Kebijakan moneter yang merupakan salah satu bagian penting dari kebijakan pembangunan ekonomi nasional harus lebih diarahkan kepada upaya untuk menciptakan dan menjaga stabilitas moneter.³⁰ Temuan empiris dari pengalaman berbagai negara, dan pengalaman selama ini di Indonesia seperti telah diuraikan pada bagian-bagian sebelumnya, menunjukkan bahwa kebijakan moneter akan lebih optimal apabila difokuskan pada pemeliharaan stabilitas moneter. Dengan

³⁰ Hal ini berbeda dengan pengaturan dalam UU No. 13 Tahun 1968 tentang Bank Sentral yang menyatakan bahwa tugas Bank Indonesia adalah membantu pemerintah dalam mencapai *multiple objectives* 'beberapa tujuan', yaitu mengatur, menjaga, dan memelihara stabilitas nilai rupiah, dan mendorong kelancaran produksi dan pembangunan serta memperluas kesempatan kerja guna meningkatkan taraf hidup rakyat.

terfokusnya tujuan kebijakan moneter, maka tanggung jawab, tujuan, dan tugas Bank Indonesia menjadi lebih jelas dan terarah.

Dari sisi kelembagaan, seperti telah disinggung sebelumnya, keberadaan Dewan Moneter pada masa sebelum terjadinya krisis ekonomi menjadikan status dan peranan Bank Indonesia dipandang tidak sesuai lagi dalam menghadapi tuntutan perkembangan dan dinamika perekonomian nasional dan internasional dewasa ini dan di masa yang akan datang. Keberadaan Dewan Moneter mengakibatkan perumusan, penetapan dan pelaksanaan kebijakan moneter yang seharusnya dilakukan oleh Bank Indonesia menjadi tidak fokus dan independen. Oleh sebab itu, diperlukan landasan hukum yang baru, yang memberikan status, tujuan, dan tugas yang sesuai kepada Bank Indonesia selaku bank sentral.

Bebagai permasalahan yang diuraikan di atas melandasi dikeluarkannya **UU No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia** sebagai pengganti UU No.13 Tahun 1968 tentang Bank Sentral. Dalam landasan hukum yang baru ini Bank Indonesia mempunyai tujuan yang lebih fokus, yaitu mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah.³¹ Kestabilan nilai rupiah merupakan sebagian prasyarat bagi tercapainya pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan yang pada gilirannya akan meningkatkan kesejahteraan rakyat. Reorientasi sasaran Bank Indonesia tersebut merupakan bagian dari kebijakan pemulihan dan reformasi perekonomian untuk keluar dari krisis ekonomi yang tengah melanda Indonesia. Hal itu sekaligus meletakkan landasan yang kokoh bagi pelaksanaan dan pengembangan perekonomian Indonesia di tengah-tengah perekonomian dunia yang semakin kompetitif dan terintegrasi. Sebaliknya, kegagalan untuk memelihara kestabilan nilai rupiah seperti tercermin pada kenaikan harga-harga dapat merugikan karena berakibat menurunkan pendapatan riil masyarakat dan melemahkan daya saing perekonomian nasional dalam perekonomian dunia.

Untuk mencapai tujuan di atas, Bank Indonesia melaksanakan tiga tugas pokok, yaitu: (i) menetapkan dan melaksanakan kebijakan moneter,

³¹ Secara teoritis, stabilitas nilai rupiah mempunyai makna ganda, yaitu stabilitas harga barang dan jasa (inflasi) di dalam negeri dan stabilitas harga mata uang domestik (nilai tukar). Sebagian pendapat menyatakan bahwa dalam jangka panjang, pencapaian stabilitas harga pada gilirannya akan mendorong stabilitas nilai tukar.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

(ii) mengatur dan menjaga kelancaran sistem pembayaran, serta (iii) mengatur dan mengawasi sistem perbankan.³² Pada dasarnya, pelaksanaan ketiga tugas ini mempunyai keterkaitan erat dalam upaya pencapaian kestabilan nilai rupiah. Misalnya, efektivitas pelaksanaan tugas kebijakan moneter memerlukan dukungan sistem pembayaran yang efisien, cepat, aman, dan andal. Sementara itu, sistem pembayaran yang efisien, cepat, aman dan andal tersebut juga tergantung pada sistem perbankan yang sehat. Selain itu, sistem perbankan yang sehat juga akan mendukung efektifitas pelaksanaan pengendalian moneter mengingat mekanisme transmisi kebijakan moneter ke kegiatan ekonomi riil terutama berlangsung melalui sistem perbankan.

Dalam menetapkan dan melaksanakan kebijakan moneter, Bank Indonesia mempunyai wewenang untuk menetapkan sasaran-sasaran moneter dan melakukan pengendalian moneter dengan cara-cara antara lain: (i) operasi pasar terbuka, (ii) penetapan tingkat diskonto, (iii) penetapan cadangan wajib minimum, dan (iv) pengaturan kredit atau pembiayaan.

Terkait dengan hal tersebut di atas, efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter sangat tergantung pada sistem nilai tukar dan sistem devisa yang dipilih. Untuk itu, Bank Indonesia diberikan kewenangan untuk melaksanakan kebijakan nilai tukar dan pengelolaan cadangan devisa yang sejalan dengan tujuan kebijakan moneter dalam rangka mendukung kesinambungan pelaksanaan pembangunan ekonomi.

Kerangka Strategis Kebijakan Moneter

Sebagaimana telah diuraikan sebelumnya, kebijakan moneter pada dasarnya merupakan langkah-langkah yang ditempuh bank sentral, yang antara lain dapat berupa pengendalian jumlah uang beredar dan suku bunga dalam rangka mencapai sasaran akhir. Sasaran akhir kebijakan moneter pada dasarnya dapat berupa kestabilan nilai mata uang dan pertumbuhan ekonomi. Namun, akhir-akhir ini semakin banyak bank

³² Uraian lengkap mengenai kebijakan dan sistem pengawasan perbankan serta kebijakan dan sistem pembayaran di Indonesia akan disampaikan pada buku seri kebank sentralan lain.

sentral yang memfokuskan pada pencapaian sasaran stabilitas harga atau laju inflasi.³³

Sesuai dengan UU No.23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, tujuan Bank Indonesia adalah mencapai dan menjaga kestabilan nilai rupiah. Dalam hal ini, kestabilan nilai rupiah mempunyai dua dimensi, yaitu kestabilan nilai rupiah terhadap barang dan jasa (disebut dengan inflasi) dan kestabilan nilai rupiah terhadap mata uang negara lain (disebut dengan nilai tukar atau *kurs* rupiah). Dalam sistem nilai tukar mengambang yang dianut saat ini, nilai tukar rupiah ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran di pasar valuta asing, dan karenanya Bank Indonesia tidak menargetkan atau berupaya untuk mengarahkan perkembangan nilai tukar rupiah pada tingkat tertentu. Untuk itu, sasaran akhir Bank Indonesia lebih diarahkan pada pencapaian laju inflasi yang rendah sesuai dengan kondisi perekonomian nasional.

Walaupun sasaran akhir kebijakan moneter lebih diarahkan pada pengendalian laju inflasi, Bank Indonesia tidak akan membiarkan perkembangan nilai tukar rupiah di pasar bergerak secara bergejolak dan menimbulkan ketidak-pastian. Berkaitan dengan itu, Bank Indonesia menempuh langkah-langkah untuk menstabilkan nilai tukar rupiah dengan dua pertimbangan utama, yaitu: (i) kestabilan nilai tukar rupiah diperlukan untuk memberikan kepastian dalam perekonomian, dan (ii) nilai tukar rupiah yang bergejolak dan merosot drastis akan menyulitkan Bank Indonesia dalam mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan.

Dalam mencapai sasaran akhir laju inflasi tersebut, secara periodik Bank Indonesia memantau perkembangan berbagai variabel ekonomi riil, moneter, dan keuangan untuk meyakinkan bahwa sasaran inflasi yang telah ditetapkan dapat dicapai. Pemantauan terhadap variabel ekonomi riil dilakukan baik dari sisi permintaan (konsumsi, investasi, ekspor-impor baik swasta maupun pemerintah) maupun sisi penawaran (seluruh sektor ekonomi). Dengan pemantauan variabel-variabel tersebut diharapkan dapat diketahui secara dini kemungkinan tekanan terhadap inflasi ke depan.³⁴

³³Hal ini seiring dengan semakin banyaknya studi empiris dalam teori ekonomi-moneter yang membuktikan bahwa dalam jangka menengah-panjang "*inflation is a monetary phenomenon*".

³⁴Secara teknis, pemantauan dilakukan baik terhadap data-data statistik maupun hasil-hasil survei yang menunjukkan kecenderungan perkembangan dari variabel ekonomi riil

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Sementara itu, pemantauan terhadap variabel-variabel moneter dan keuangan sebagai sasaran antara dilakukan untuk menentukan berjalannya mekanisme transmisi kebijakan moneter ke sektor riil. Transmisi kebijakan moneter pada umumnya berjalan melalui beberapa jalur, yaitu jalur uang, jalur kredit, jalur suku bunga, jalur nilai tukar, jalur harga aset, dan jalur ekspektasi inflasi. Untuk itu, Bank Indonesia memantau terus perkembangan sasaran antara yang mencakup besaran-besaran moneter (M1 dan M2), suku bunga, dan nilai tukar rupiah. Sedangkan variabel-variabel sektor keuangan mencakup perkembangan dana perbankan, kredit dan pembiayaan lain, kondisi kesehatan perbankan dan pasar modal. Melalui pemantauan tersebut dapat dianalisis seberapa jauh pengaruh kebijakan moneter yang dilakukan Bank Indonesia, khususnya kecepatan dan tenggat waktu terhadap perkembangan ekonomi riil dan inflasi ke depan. Dengan pemantauan terhadap perkembangan sektor riil dan berjalannya mekanisme transmisi moneter seperti dijelaskan di atas, dapat dirumuskan kebijakan moneter yang perlu ditempuh dalam rangka mengantisipasi perkembangan inflasi dan *output* riil ke depan.

Berdasarkan uraian di atas, kebijakan moneter yang bertujuan untuk menjaga dan memelihara stabilitas nilai rupiah diterapkan dengan menggunakan berbagai strategi. Strategi kebijakan yang ditempuh tidak hanya terbatas pada penargetan sasaran antara yang berupa besaran moneter, tetapi juga memperhatikan perkembangan indikator-indikator lainnya seperti suku bunga dan nilai tukar.

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia sampai saat ini masih terus dikaji. Beberapa hasil kajian pendahuluan menyimpulkan bahwa transmisi kebijakan moneter jalur moneter langsung melalui uang primer (M0) dan uang beredar (M1 dan M2) masih dipandang cukup

dimaksud. Perkembangan sektor fiskal (realisasi APBN) dan neraca pembayaran juga dipantau terus. Selain analisis terhadap perkembangan atau kecenderungan yang terjadi, penyusunan proyeksi juga dilakukan dengan sejumlah model-model ekonomi makro yang dikembangkan di Bank Indonesia. Kesemuanya dilakukan untuk menentukan kecenderungan tekanan-tekanan yang terjadi terhadap perkembangan output, khususnya *output gap* 'kesenjangan output', yaitu perbedaan antara permintaan dan penawaran agregat.

relevan di Indonesia. Kajian terkini yang telah dilakukan menghasilkan beberapa temuan penting mengenai bekerjanya beberapa jalur transmisi kebijakan moneter lain di Indonesia pada periode sebelum dan sesudah krisis ekonomi 1997.³⁵ Secara umum, hasil kajian juga memperlihatkan bahwa bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia sangat dipengaruhi oleh perubahan struktural dan kebijakan ekonomi keuangan.

Pada periode sebelum krisis, sejalan dengan liberalisasi sektor keuangan di Indonesia, perekonomian Indonesia mengalami peningkatan aliran modal luar negeri masuk yang sangat tinggi yang pada akhirnya mendorong tingginya pertumbuhan ekonomi. Dalam kondisi ini, jalur suku bunga bekerja cukup baik dalam mentransmisikan pengaruh kebijakan moneter pada perubahan suku bunga simpanan dan pinjaman. Namun, perubahan suku bunga tersebut kurang direspon oleh pengeluaran investasi dan konsumsi karena tingginya pertumbuhan ekonomi dan melimpahnya ketersediaan dana yang berasal dari luar negeri. Sementara itu, jalur pinjaman bank pada periode sebelum krisis kurang efektif dalam mempengaruhi penyaluran kredit. Demikian pula, jalur nilai tukar tidak begitu kuat perananannya mengingat pada periode sebelum krisis Indonesia menganut sistem nilai tukar mengambang terkendali. Dalam kondisi ini pergerakan nilai tukar tidak cukup signifikan mempengaruhi perkembangan *output* riil dan harga (*pass-through effects*).

Pada periode setelah krisis, berbagai perubahan yang terjadi dalam perekonomian dan peralihan sistem nilai tukar dari sistem mengambang terkendali menjadi sistem mengambang/fleksibel, mempunyai implikasi terhadap mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia. Dalam kondisi ini, jalur nilai tukar menjadi salah satu jalur penting dalam mentransmisikan pengaruh kebijakan moneter pada kegiatan ekonomi riil dan harga. Demikian pula halnya dengan jalur ekspektasi yang terlihat mempunyai peranan yang cukup penting dalam mempengaruhi perkembangan inflasi, tetapi perilaku ekspektasi inflasi masih dipengaruhi secara kuat oleh *inertia* 'kelembaman' perkembangan harga dan pergerakan nilai tukar. Jalur suku bunga masih bekerja dengan baik, tetapi

³⁵Untuk kajian selengkapnya baca *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia*, Perry Warjiyo dan Juda Agung (Editor), Directorate of Economic Research and Monetary Policy, Bank Indonesia, 2002.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

perilakunya sangat tergantung pada kondisi perbankan secara keseluruhan dan tingginya derajat ketidakpastian ekonomi. Hasil kajian juga menunjukkan tentang bekerjanya mekanisme transmisi melalui jalur kredit (pinjaman bank).

Perlu dikemukakan bahwa pengujian empiris tentang mekanisme transmisi kebijakan moneter yang telah dikemukakan di atas belum menghasilkan kesimpulan yang bersifat final tentang jalur transmisi mana yang sesuai sebagai dasar formulasi kebijakan moneter. Secara tidak langsung, terlihat bahwa jalur suku bunga dan nilai tukar relatif bisa menjelaskan dengan lebih baik proses transmisi tersebut dibandingkan dengan jalur agregat moneter dan kredit. Namun, fakta tentang masih bekerjanya jalur transmisi lewat agregat moneter menyarankan untuk tidak mengabaikan bekerjanya jalur transmisi melalui agregat moneter.³⁶

Kerangka Operasional Kebijakan Moneter

Proses operasional pengendalian moneter diawali dengan penyusunan *monetary programming* 'program moneter'. Program moneter pada dasarnya merupakan suatu perencanaan kebijakan pengendalian jumlah uang beredar yang ditujukan untuk mencapai sasaran akhir kebijakan moneter. Program moneter ini mencakup penentuan sasaran operasional kebijakan moneter.³⁷ Selanjutnya, Bank Indonesia menetapkan langkah-langkah yang harus dilakukan serta menetapkan instrumen yang akan dipergunakan untuk mempengaruhi sasaran operasional tersebut.

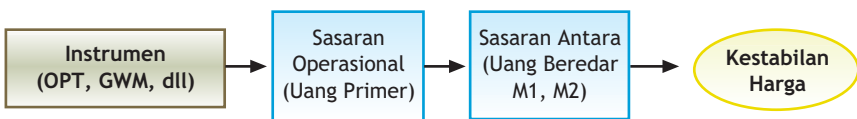
³⁶Sejalan dengan hasil tersebut Bond (1994) menunjukkan secara empiris bahwa hubungan antara suku bunga dengan laju inflasi jauh lebih kuat dibandingkan dengan hubungan antara uang beredar dengan inflasi. Penelitian lain yang pernah dilakukan pada periode sebelum krisis menunjukkan bahwa jalur suku bunga merupakan *channel* yang penting untuk perekonomian Indonesia dan menyarankan penggunaan paradigma baru bagi kerangka kebijakan moneter berdasarkan jalur suku bunga (baca Sarwono dan Warjiyo, 1998, atau Warjiyo dan Zulverdi, 1998). Namun, meski jalur suku bunga lebih efektif mempengaruhi inflasi dibanding dengan jalur agregat moneter, penelitian yang sama masih mengakui eksistensi jalur kuantitas agregat moneter. Kedua jalur utama transmisi tersebut tidak harus dilihat sebagai suatu substitusi. Artinya, penyusunan kerangka kebijakan moneter berdasarkan suatu jalur transmisi tertentu tidak berarti harus mengabaikan sama sekali jalur transmisi yang lain. Karena itu, Bank Indonesia terus melakukan berbagai penelitian untuk mengkaji mekanisme transmisi yang paling efektif untuk diterapkan.

³⁷ Dalam penyusunan program moneter, penentuan sasaran operasional dilakukan dengan memperhitungkan beberapa asumsi sebagai berikut:

Dalam pelaksanaannya, hingga saat ini Bank Indonesia masih menggunakan uang primer sebagai sasaran operasional.³⁸ Instrumen moneter yang dipergunakan untuk mempengaruhi sasaran operasional tersebut adalah Operasi Pasar Terbuka (OPT), Fasilitas Diskonto, Giro Wajib Minimum (GWM), ataupun Imbauan. Instrumen OPT dilakukan melalui lelang surat-surat berharga, yang ditujukan untuk menambah atau mengurangi likuiditas di pasar uang. Sementara itu, fasilitas diskonto adalah fasilitas kredit yang diberikan kepada bank-bank dengan tingkat diskonto yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. GWM merupakan jumlah alat likuid minimum yang wajib dipelihara oleh bank di Bank Indonesia. Selanjutnya imbauan digunakan oleh Bank Indonesia dengan tujuan agar semua bank-bank dapat mengikuti langkah kebijakan moneter yang diinginkan Bank Indonesia.

Dengan pengendalian uang primer (M_0) sebagai sasaran operasional, maka jumlah uang beredar di masyarakat (M_1 dan M_2) dapat dipengaruhi agar sejalan dengan sasaran akhir kebijakan moneter berupa kestabilan harga. Pelaksanaan kebijakan moneter dengan menggunakan target besaran moneter (M_0 , M_1 , dan M_2) disebut dengan pendekatan kuantitas (*quantity-based approach*). Penggunaan pendekatan kuantitas tersebut

Diagram 8.



- Kebijakan dan perkembangan sektor-sektor lain (fiskal, perdagangan dan investasi, dll.) akan berjalan seperti yang ditetapkan;
- Adanya hubungan yang stabil antara uang beredar (sebagai sasaran antara) dengan kegiatan ekonomi riil (sebagai sasaran akhir). Kondisi ini mensyaratkan adanya stabilitas perkembangan *income velocity* 'kecepatan perputaran uang' dan *demand for money* 'permintaan uang';
- Adanya hubungan yang stabil antara uang primer (sebagai sasaran operasional) dengan uang beredar (sebagai sasaran antara). Kondisi ini mensyaratkan adanya stabilitas perkembangan *money multiplier* 'angka pelipat ganda uang'.

³⁸ Pemikiran untuk menggunakan suku bunga sebagai sasaran operasional telah dikemukakan sejak sebelum terjadinya krisis tahun 1997.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

dilakukan dengan beberapa pertimbangan. *Pertama*, dalam kondisi ekonomi dan keuangan yang sedang mengalami berbagai perubahan struktural seperti di Indonesia, Bank Indonesia perlu memegang salah satu indikator yang paling dapat dikendalikan, yaitu uang primer. *Kedua*, perkembangan uang primer juga mempunyai pengaruh terhadap perkembangan uang beredar, *output* dan inflasi.

Disadari bahwa hubungan antara besaran moneter dengan *output* dan inflasi dalam jangka pendek belum tentu stabil, baik pada waktu terjadinya liberalisasi keuangan pada periode yang lalu maupun pada masa krisis dewasa ini.³⁹ Sejalan dengan itu, muncul pemikiran baru mengenai alternatif pendekatan yang dirasakan lebih sesuai dengan sistem operasi kebijakan moneter di Indonesia, yaitu pendekatan harga (*price-based approach*).⁴⁰ Pendekatan ini menekankan peranan harga besaran moneter, yaitu suku bunga sebagai variabel yang penting dalam mentransmisikan pengaruh kebijakan moneter kepada kegiatan perekonomian.

Munculnya pemikiran baru tersebut tidak terlepas dari semakin berkembangnya sektor keuangan dengan berbagai karakteristik seperti majunya inovasi produk keuangan, proses sekuritisasi, maupun proses pelepasan keterkaitan antara sektor moneter dan sektor riil, yang memberikan implikasi negatif bagi pelaksanaan kebijakan moneter. Beberapa hasil penelitian untuk kasus Indonesia yang mendukung pernyataan tersebut menunjukkan bahwa perubahan yang cepat di sektor keuangan Indonesia telah menyebabkan kegiatan penciptaan uang oleh sistem keuangan menjadi berlipat ganda dan melampaui penciptaan uang oleh bank sentral. Hal ini selanjutnya menyebabkan perilaku angka pelipat ganda uang cenderung tidak stabil.⁴¹ Lebih jauh lagi, ketidakstabilan tersebut tidak hanya terjadi pada perilaku angka pelipat ganda uang, tetapi juga *income velocity* dan fungsi permintaan uang.⁴²

³⁹ Fenomena seperti ini sudah sejak lama dijumpai di negara maju, dan merupakan alasan utama ditinggalkannya pendekatan *kuantitas* dalam kerangka kebijakan moneter.

⁴⁰ Pemikiran ini disampaikan pula oleh Boediono pada waktu seminar mengenai mekanisme kebijakan moneter di Indonesia, bulan Mei 1998. Baca Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, 1998.

⁴¹ Sarwono, Hartadi A., *Mencari Paradigma Baru Manajemen Moneter di Indonesia*, Makalah SESPIBI Angkatan XXI, 1996.

⁴² Solikin, *The Stability of Income Velocity, Demand for Money, and Money Multiplier in Indonesia*, Working Paper at University of Michigan (unpublished), 1998.

Proses Perumusan Kebijakan Moneter

Sesuai dengan Undang-Undang Nomor 23 Tahun 1999, perumusan kebijakan moneter di Bank Indonesia dilakukan melalui Rapat Dewan Gubernur (RDG). RDG diselenggarakan sekurang-kurangnya 1 (satu) kali dalam sebulan untuk menetapkan kebijakan umum di bidang moneter, dan sekurang-kurangnya 1 (satu) kali dalam seminggu untuk melakukan evaluasi atas pelaksanaan kebijakan moneter tersebut. RDG bulanan yang membahas dan memutuskan kebijakan umum moneter tersebut dapat dihadiri oleh seorang menteri atau lebih yang mewakili pemerintah dengan hak bicara tanpa hak suara. Hal ini dilakukan terutama dalam rangka memperlancar koordinasi antara kebijakan moneter yang dirumuskan Bank Indonesia dengan kebijakan fiskal dan kebijakan ekonomi makro lainnya yang ditempuh Pemerintah.

Dalam pelaksanaannya, RDG bulanan untuk menetapkan kebijakan umum di bidang moneter tersebut dilakukan sebagai berikut. Pada awal tahun dilakukan RDG untuk melakukan evaluasi atas perkembangan ekonomi, moneter, perbankan, dan sistem pembayaran selama satu tahun yang lalu dan prospeknya untuk periode ke depan. Telaah mengenai prospek ekonomi makro dan moneter ke depan terutama dilakukan untuk menetapkan sasaran inflasi untuk satu tahun ke depan dan untuk jangka menengah, serta untuk menetapkan arah dan sasaran kebijakan moneter untuk satu tahun ke depan. Sementara itu, telaah mengenai evaluasi pelaksanaan kebijakan moneter, perbankan, dan sistem pembayaran selama satu tahun sebelumnya diperlukan untuk memenuhi ketentuan transparansi kepada publik, Presiden, dan Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) yang telah diamanatkan oleh undang-undang.

Pada setiap triwulan, yaitu setiap awal bulan April, Juli, Oktober, dan Desember, dilakukan RDG untuk melakukan evaluasi atas perkembangan ekonomi, moneter, perbankan, dan sistem pembayaran selama satu triwulan yang lalu dan prospeknya untuk periode ke depan. Telaah mengenai prospek ekonomi makro dan moneter ke depan terutama dilakukan untuk menentukan apakah sasaran inflasi yang telah ditetapkan masih dalam batas kisaran yang aman, serta untuk menetapkan arah dan sasaran kebijakan moneter untuk satu triwulan ke depan. Sementara itu, telaah mengenai evaluasi pelaksanaan kebijakan moneter, perbankan, dan

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

sistem pembayaran selama satu triwulan sebelumnya diperlukan untuk memenuhi ketentuan akuntabilitas kepada DPR yang telah diamanatkan oleh undang-undang.

Selanjutnya, pada bulan-bulan yang lain dilakukan RDG bulanan untuk mengevaluasi perkembangan inflasi, nilai tukar, moneter, dan perbankan yang terjadi pada satu bulan yang lalu. Pembahasannya lebih diarahkan untuk memantau perkembangan pencapaian target inflasi serta untuk merumuskan kebijakan moneter yang perlu ditempuh pada satu bulan yang akan datang. Pada RDG dimaksud dibahas prospek pencapaian target uang primer serta diputuskan langkah-langkah pengendalian moneter yang diperlukan pada satu bulan yang akan datang. Termasuk di dalamnya arahan untuk pelaksanaan OPT mingguan dan sterilisasi/intervensi di pasar valuta asing, serta arah suku bunga yang wajar.

Berdasarkan arahan pengendalian moneter yang ditetapkan dalam RDG bulanan tersebut, pada setiap RDG mingguan dilakukan evaluasi pelaksanaan pengendalian moneter pada minggu sebelumnya dan arahan untuk pelaksanaan OPT dan sterilisasi/intervensi di pasar valuta asing, serta arah suku bunga di minggu mendatang. Selanjutnya, keputusan dalam RDG mingguan tersebut akan dipergunakan sebagai acuan dalam pelaksanaan OPT.

Mekanisme Pengendalian Moneter

Berdasarkan sasaran inflasi yang ditetapkan, serta proyeksi pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, dan variabel ekonomi makro lainnya, Bank Indonesia melalui penyusunan Program Moneter dapat memperkirakan permintaan uang yang sesuai dengan kebutuhan riil perekonomian. Dari perhitungan ini, dapat diperkirakan pertumbuhan jumlah uang beredar (M1 dan M2) yang dibutuhkan masyarakat. Selanjutnya, Bank Indonesia dapat memperkirakan posisi dan pertumbuhan uang primer sebagai sasaran operasional kebijakan moneter. Sasaran operasional tersebut ditentukan baik secara tahunan, kuartalan, bulanan, maupun mingguan untuk digunakan sebagai dasar pelaksanaan kebijakan moneter Bank Indonesia.

Mekanisme Pengendalian Uang Primer melalui OPT.

Berdasarkan sasaran uang primer yang telah ditetapkan, Bank Indonesia melakukan Operasi Pasar Terbuka (OPT) sebagai instrumen utama dalam pengendalian moneter. OPT tersebut dilakukan Bank Indonesia dengan tiga cara, yaitu (i) melalui lelang SBI dan (ii) melalui penggunaan Fasilitas Bank Indonesia (Fasbi) di pasar uang rupiah, dan (iii) melalui sterilisasi/intervensi di pasar valuta asing.

(i) Lelang SBI

Besarnya lelang SBI (mingguan) dimaksudkan untuk mencapai besarnya target uang primer yang ditetapkan. Untuk itu, tiap minggu Bank Indonesia akan memperkirakan perkembangan uang primer dan, dengan membandingkan target yang ditetapkan, menentukan besarnya kelebihan likuiditas pasar uang yang harus diserap. Hal ini dilakukan dengan menghitung berapa SBI yang jatuh tempo, berapa ekspansi/konstraksi dari sisi fiskal (rekening Pemerintah di Bank Indonesia), mutasi cadangan devisa, serta bagaimana kondisi likuiditas di pasar uang. Dengan cara ini, Bank Indonesia dapat mencapai target uang primer yang telah ditetapkan serta dapat mempengaruhi perkembangan suku bunga di pasar uang.

(ii) Fasilitas Bank Indonesia

Selain lelang SBI mingguan (yaitu tiap hari Rabu), Bank Indonesia juga melakukan kegiatan secara langsung di pasar uang rupiah melalui Fasilitas Bank Indonesia (Fasbi). Hal ini dilakukan secara harian, terutama apabila terjadi perkembangan di luar perhitungan yang dapat menyebabkan tidak tercapainya target uang primer melalui lelang SBI. Caranya antara lain dapat dilakukan dengan secara langsung menawarkan kepada bank-bank untuk menanamkan kelebihan likuiditasnya di Bank Indonesia (berjangka waktu *overnight* hingga satu minggu) atau dengan cara membeli kembali SBI secara *repurchase agreement (repo)* di pasar uang antar bank.

(iii) Sterilisasi/Intervensi valuta asing

Pada saat-saat tertentu, Bank Indonesia juga melakukan intervensi di pasar valuta asing. Hal ini terutama dilakukan terutama apabila Pemerintah akan membiayai kegiatan suatu proyek (membutuhkan

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

rupiah) dengan cara menggunakan dana valuta asingnya yang disimpan sebagai cadangan devisa di Bank Indonesia. Apabila tidak terjadi tekanan melemahnya rupiah, ekspansi dari sisi fiskal tersebut umumnya diserap dengan menjual SBI. Akan tetapi, apabila pada saat yang bersamaan terdapat tekanan melemahnya nilai tukar yang perlu dicegah, maka Bank Indonesia menjual valuta asing untuk mensterilisasi ekspansi fiskal tersebut. Dengan cara ini, dapat dicapai dua tujuan sekaligus. *Pertama*, penyerapan kelebihan likuiditas di pasar uang akibat ekspansi sisi fiskal tersebut dapat dilakukan sehingga target uang primer dapat tercapai. *Kedua*, bahwa langkah ini sekaligus dapat membantu upaya untuk menstabilkan perkembangan nilai tukar rupiah di pasar. Perlu dicatat bahwa langkah intervensi di pasar valuta asing tersebut dapat pula dilakukan Bank Indonesia pada waktu sedang terjadi gejolak nilai tukar rupiah di pasar valuta asing, meskipun pada saat yang bersamaan tidak terjadi ekspansi moneter dari sisi fiskal.

Kebijakan Nilai Tukar dan Devisa

Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, pemilihan sistem nilai tukar dan sistem devisa sangat mempengaruhi efektivitas kebijakan moneter. Dalam kondisi suatu negara menerapkan sistem nilai tukar tetap, apabila terjadi aliran dana luar negeri masuk/keluar, maka hal tersebut dapat mempengaruhi efektivitas kebijakan moneter, dan sebaliknya untuk sistem nilai tukar mengambang. Sementara itu, dalam hal diterapkan sistem devisa terkontrol, maka mobilitas aliran dana dari dan ke luar negeri cenderung berkurang sehingga dapat mendukung pelaksanaan kebijakan moneter yang lebih efektif, dan sebaliknya untuk sistem devisa bebas.

Efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter sangat tergantung pada sistem nilai tukar dan sistem devisa yang dipilih. Untuk itu, kebijakan nilai tukar dan devisa di Indonesia, selain ditujukan untuk mendukung kesinambungan pelaksanaan pembangunan ekonomi, juga diarahkan untuk mendukung efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter. Sesuai dengan UU No.23 Tahun 1999, Bank Indonesia melaksanakan kebijakan nilai tukar berdasarkan sistem nilai tukar yang telah ditetapkan. Selanjutnya Bank Indonesia mempunyai kewenangan dalam mengelola cadangan devisa serta menerima pinjaman luar negeri dalam rangka pengelolaan

devisa dimaksud. Pengaturan lebih lanjut mengenai sistem nilai tukar dan lalu lintas devisa dimuat dalam UU No.24 Tahun 1999 tentang Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar.

Kebijakan Nilai Tukar

Dalam sejarah perekonomian Indonesia, sistem nilai tukar tetap, mengambang terkendali, dan mengambang pernah diterapkan di Indonesia. Sistem nilai tukar tetap dianut pada periode tahun 1973 hingga Maret 1983.⁴³ Sementara itu, sistem nilai tukar mengambang terkendali secara ketat diterapkan pada periode Maret 1983 – September 1986. Dalam periode ini, Pemerintah pernah melakukan beberapa kebijakan devaluasi atas nilai tukar rupiah sebagai berikut.

- (i) Devaluasi Nopember 1978 dari Rp 425 per dolar menjadi Rp 625 per dolar,
- (ii) Devaluasi Maret 1983 dari Rp 625 per dolar menjadi Rp 825 per dolar, dan
- (iii) Devaluasi September 1986 dari Rp 1134 per dolar menjadi Rp 1644 per dolar.

Selanjutnya, sistem nilai tukar mengambang terkendali secara lebih fleksibel pernah diterapkan di Indonesia dari September 1986 – Januari 1994 dan dengan mekanisme pita intervensi dari Januari 1994 – Agustus 1997. Dalam periode ini dilakukan kebijakan nilai tukar sebagai berikut.

- (i) Bank Indonesia setiap hari mengeluarkan nilai tukar (kurs) tengah harian;
- (ii) Pita intervensi pernah dilakukan pelebaran sebanyak 8 kali, yaitu dari Rp 6 (0,25%) menjadi Rp 10 (0,5%) pada September 1992, menjadi Rp 20 (1%) pada Januari 1994, menjadi Rp 30 (1,5%) pada

⁴³ Sebelum 1973, Indonesia sempat menggunakan *multiple exchange rate system* 'sistem kurs devisa berganda' melalui penerapan Sistem Bukti Ekspor sejak tahun 1957. Peraturan-peraturan yang terkait dalam penerapan sistem ini menyangkut pembatasan-pembatasan di bidang perdagangan dan lalu-lintas devisa. Kemudian, pada tahun 1967 mulai diberlakukan Sistem Bonus Ekspor yang bertujuan untuk menggairahkan ekspor, dengan memperbolehkan masyarakat untuk memindahtangankan atau memperjualbelikan devisa hasil ekspor di pasar bebas dengan harga yang berubah setiap waktu (*floating exchange rate system*).

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

September 1994, menjadi Rp 44 (2%) pada Mei 1995, menjadi Rp 66 (3%) pada Desember 1995, menjadi Rp 118 (5%) pada Juni 1996, menjadi Rp 192 (8%) pada September 1996, dan menjadi Rp 304 (12%) pada Juli 1997.

- (iii) Bank Indonesia melakukan intervensi di pasar valuta asing untuk menjaga agar nilai tukar rupiah bergerak dalam batas-batas pita intervensi yang ditetapkan, dengan cara membeli dollar apabila nilai tukar bergerak mendekati batas bawah dan menjual dolar apabila nilai tukar mendekati batas atas dalam pita intervensi yang telah ditetapkan.

Sementara itu, sistem nilai tukar mengambang diterapkan di Indonesia sejak 14 Agustus 1997 hingga sekarang. Sebagaimana diketahui, sistem ini ditempuh sebagai reaksi Pemerintah dalam menghadapi serangan spekulasi terhadap nilai tukar rupiah pada sekitar Juli – Agustus 1997. Besarnya permintaan valuta asing baik untuk pemenuhan kewajiban luar negeri, yang timbul karena demikian besarnya, utang luar negeri sektor swasta Indonesia, maupun serangan spekulasi dari pihak-pihak tertentu baik dalam maupun luar negeri yang ingin memanfaatkan gejolak nilai tukar untuk kepentingan pribadi. Akibatnya, Bank Indonesia tidak lagi mampu menahan besarnya permintaan valuta asing tersebut, setelah kehilangan sejumlah besar cadangan devisa yang dimilikinya, untuk mempertahankan sistem mengambang terkendali. Apabila sistem mengambang terkendali tetap dipertahankan, maka cadangan devisa negara yang mulai menipis dikuatirkan dapat terkuras habis.⁴⁴ Sejumlah

⁴⁴ Dengan dianutnya sistem nilai tukar mengambang (bebas), nilai tukar rupiah bergerak sesuai kekuatan permintaan dan penawaran di pasar. Dengan besarnya hutang luar negeri swasta Indonesia, semakin berat dan kompleksnya krisis yang kemudian merambah pula di sektor perbankan, perusahaan, maupun sektor ekonomi secara keseluruhan, apalagi dibarengi dengan kondisi sosial politik dalam negeri yang tidak menentu, maka perkembangan nilai tukar rupiah sejak dianutnya sistem mengambang menjadi merosot tajam dan sering bergejolak. Perkembangan nilai tukar rupiah tidak lagi menggambarkan kondisi fundamental ekonomi-keuangan, tetapi sering dipengaruhi oleh faktor-faktor non-ekonomi yang begitu bergejolak di Indonesia. Sebagai upaya untuk menstabilkan perkembangan nilai tukar rupiah, pada waktu-waktu tertentu Bank Indonesia melakukan intervensi di pasar valuta asing. Langkah ini khususnya ditempuh apabila terjadi gejolak nilai tukar yang berlebihan dan/atau pergerakan nilai tukar diperkirakan dapat mempengaruhi perkembangan inflasi. Namun, intervensi valuta asing tersebut tidak dimaksudkan oleh Bank Indonesia untuk mencapai suatu target tertentu dari perkembangan nilai tukar yang terjadi di pasar.

negara tetangga, seperti Korea Selatan dan Thailand, juga melakukan hal yang sama dengan menerapkan sistem nilai tukar mengambang.

Selanjutnya, sistem nilai tukar mengambang tersebut dikukuhkan dengan Undang-Undang Nomor 23 dan 24 tahun 1999. Sesuai dengan undang-undang tersebut, sistem nilai tukar di Indonesia ditetapkan oleh Pemerintah setelah mempertimbangkan rekomendasi yang disampaikan oleh Bank Indonesia. Hal ini mengingat perubahan sistem nilai tukar akan berdampak sangat luas, tidak saja terhadap kegiatan di bidang moneter dan sektor keuangan, tetapi juga kegiatan ekonomi riil baik konsumsi, investasi maupun perdagangan luar negeri. Karena itu, perubahan sistem nilai tukar harus melalui pemikiran dan penelitian yang matang, mempertimbangkan berbagai aspek baik ekonomi, politik, maupun sosial. Dalam hal ini, Bank Indonesia perlu memberikan rekomendasi mengenai rencana perubahan sistem nilai tukar tersebut, apabila akan dilakukan, terutama karena pengalamannya dan pengetahuannya di bidang ini maupun karena pengaruhnya terhadap kebijakan moneter, perbankan, dan sistem pembayaran.

Dalam kaitan ini, kebijakan nilai tukar sesuai dengan sistem nilai tukar yang telah ditetapkan dapat berupa:

- (i) devaluasi atau revaluasi mata uang rupiah terhadap mata uang asing dalam sistem nilai tukar tetap;
- (ii) intervensi di pasar valuta asing dalam sistem nilai tukar mengambang; dan
- (iii) penetapan nilai tukar harian dan lebar kisaran intervensi dalam sistem nilai tukar mengambang terkendali.

Kebijakan Devisa

Dalam sejarah perekonomian Indonesia, beberapa kebijakan mengenai pengaturan devisa telah dilaksanakan sesuai dengan sistem devisa yang telah diterapkan di Indonesia. Sistem devisa terkontrol pernah diterapkan di Indonesia berdasarkan UU No. 32 Tahun 1964. Pada waktu itu, devisa dikelompokkan menjadi dua, yaitu Devisa Hasil Ekspor (DHE) dan Devisa Umum (DU). Sesuai dengan undang-undang pada waktu itu setiap

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

perolehan devisa, baik DHE maupun DU wajib diserahkan kepada negara, cq. Bank Indonesia atau bank-bank yang ditunjuk. Demikian pula, setiap penggunaan devisa, baik untuk impor maupun keperluan lainnya harus mendapat izin dari Bank Indonesia. Dengan kewajiban seperti ini, Bank Indonesia mengadministrasikan pergerakan devisa yang masuk dan keluar Indonesia sehingga jumlah cadangan devisa, besarnya arus lalu lintas devisa, dan penggunaannya dapat dipantau dan diperkirakan secara lebih pasti.

Sistem devisa semi terkontrol pernah diterapkan di Indonesia berdasarkan Perpu No. 64 Tahun 1970 menggantikan UU No. 32 Tahun 1964. Pada waktu itu, perolehan dan penggunaan DHE wajib diserahkan ke dan mendapat izin dari Bank Indonesia, sementara untuk DU dapat secara bebas diperoleh dan dipergunakan. Administrasi perolehan dan penggunaan DHE dilakukan oleh Bank Indonesia, sementara lalu lintas devisa untuk jenis DU mulai tidak dapat diadministrasikan dan dipantau secara baik.

Sistem devisa bebas mulai diterapkan di Indonesia dengan PP No. 1 Tahun 1982 menggantikan baik UU No. 32 Tahun 1964 maupun Perpu No. 64 Tahun 1970. Dengan peraturan ini, setiap penduduk dapat dengan bebas memiliki dan menggunakan devisa. Ini berlaku baik bagi devisa dalam bentuk DHE maupun DU. Tidak ada pengaturan mengenai kewajiban bagi penduduk untuk melaporkan devisa yang diperoleh dan dipergunakannya. Kebebasan sistem devisa kemudian diartikan juga tidak wajib lapor, meskipun di negara-negara lain kewajiban pelaporan ini masih diberlakukan.

Penerapan PP No 1 Tahun 1982 tersebut menimbulkan permasalahan. Dari sisi hukum, timbul kerancuan dalam stratifikasi hukum nasional, karena PP No. 1 Tahun 1982 menganulir pengaturan yang lebih tinggi yaitu UU No. 32 Tahun 1964 dan Perpu No. 64 Tahun 1970. Dari sisi kebijakan ekonomi, PP No 1 Tahun 1982 tidak mengatur adanya kewajiban pelaporan atau pemantauan lalu lintas devisa. Tidak adanya pengaturan yang tegas mengenai kewajiban pelaporan lalu lintas devisa telah menyebabkan monitoring devisa, baik dalam bentuk utang maupun lalu lintas dana luar negeri jangka pendek, tidak dapat secara efektif dilakukan. Berapa besarnya kewajiban luar negeri Indonesia, khususnya untuk swasta,

Kebijakan Moneter di Indonesia dengan Sasaran Kestabilan Harga: Menuju *Inflation Targeting*

tidak dapat diketahui jumlahnya dan juga penggunaannya. Ini yang kemudian sebagai salah satu sebab sulitnya penanganan krisis.

Kedua permasalahan tersebut kemudian sejak 17 Mei 1999 diselesaikan dengan berlakunya UU No. 24 Tahun 1999 tentang Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar. Berkaitan dengan sistem devisa, dalam undang-undang tersebut ditegaskan dianutnya sistem devisa bebas di Indonesia, dalam arti bahwa setiap penduduk dapat dengan bebas memiliki dan menggunakan devisa. Namun, undang-undang tersebut juga menegaskan kewajiban bagi setiap penduduk untuk memberikan keterangan dan data mengenai kegiatan lalu lintas devisa yang dilakukannya, secara langsung atau melalui pihak lain yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Lebih lanjut lagi, diatur kewenangan Bank Indonesia untuk menetapkan ketentuan atas berbagai jenis transaksi devisa yang dilakukan oleh bank dalam rangka penerapan prinsip kehati-hatian dalam pelaksanaan kebijakan devisa di Indonesia. Dengan berlakunya UU No. 24 Tahun 1999 tersebut dapat dicegah dampak negatif yang timbul atas penerapan sistem devisa bebas yang tanpa diikuti dengan kebijakan pemantauan dan penerapan prinsip kehati-hatian dalam lalu lintas devisa. Undang-undang ini sekaligus menggantikan Undang-UU No. 32 Tahun 1964.⁴⁵

Kebijakan Moneter di Indonesia dengan Sasaran Kestabilan Harga: Menuju *Inflation Targeting*

Inflation Targeting merupakan kerangka kerja kebijakan moneter yang relatif baru digunakan. Kerangka kerja kebijakan moneter ini pertama kali diterapkan oleh Selandia Baru pada tahun 1990, dan semakin mendapatkan perhatian dari negara-negara lain yang menghadapi masalah dalam penerapan kebijakannya. Selain itu, kerangka kerja

⁴⁵ Berdasarkan ketentuan dalam UU No. 24 tahun 1999 tersebut, Bank Indonesia telah mengeluarkan ketentuan untuk monitoring lalu lintas devisa, yaitu Peraturan Bank Indonesia (PBI) No. 1/9/1999 tanggal 28 Oktober 1999. Dalam PBI tersebut diatur kewajiban pelaporan bagi setiap lalu lintas devisa oleh dan melalui bank dan lembaga keuangan lainnya mulai 1 Maret 2000. Untuk transaksi di atas USD 10,000 dilaporkan per transaksi, sementara untuk transaksi di bawah \$ 10,000 dilaporkan secara gabungan. Dalam laporan tersebut dicantumkan tujuan dari transaksi devisa yang bersangkutan (ekspor/impor, utang luar negeri, dll).

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Inflation Targeting diyakini membantu bank sentral untuk mencapai dan memelihara kestabilan harga dengan menentukan sasaran kebijakan moneter secara eksplisit dengan berdasarkan pada proyeksi dan target inflasi tertentu. Sejalan dengan diberlakukannya UU No.23 Tahun 1999, Bank Indonesia mulai mengkaji kemungkinan penerapan kerangka kerja *Inflation Targeting* sebagai kerangka kerja kebijakan moneter di Indonesia.

Kerangka Dasar *Inflation Targeting*

Inflation Targeting merupakan suatu kerangka kerja kebijakan moneter yang mempunyai ciri-ciri utama yaitu adanya pernyataan resmi dari bank sentral bahwa tujuan akhir kebijakan moneter adalah mencapai dan menjaga tingkat inflasi yang rendah, serta pengumuman target inflasi kepada publik. Pengumuman tersebut mengandung arti bahwa bank sentral memberikan komitmen dan jaminan kepada publik bahwa setiap kebijakannya selalu mengacu pada pencapaian target tersebut, dan bank sentral mempertanggung jawabkan kebijakannya apabila target tersebut tidak tercapai.

Secara lebih rinci, karakteristik *Inflation Targeting* sebagaimana dikemukakan oleh Bernanke et al. (1999) dan Svensson (2000) dapat dirangkum pada tabel berikut.

Tabel 1. Karakteristik *Inflation Targeting*

	Kriteria	Bernanke et al	Svensson
1	Kestabilan harga sebagai tujuan utama kebijakan moneter	Ya	Ya
2	Pengumuman target inflasi	Ya	Ya
3	Target inflasi jangka menengah	Tidak jelas	Ya
4	Komunikasi intensif dengan publik	Ya	Ya
5	Penggunaan <i>monetary policy rule</i> secara spesifik	Tidak jelas	Penargetan prakiraan inflasi
6	Publikasi prakiraan inflasi dan <i>output</i>	Tidak perlu	Ya
7	Target ditetapkan oleh pemerintah (<i>goal dependence</i>)	Ya	Tidak perlu
8	Penggunaan instrumen secara independen (<i>instrumen independence</i>)	Ya	Ya, tetapi tidak disebutkan secara tegas

Sumber: Bofinger, Peter, *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, 2001, Hal 259.

Kebijakan Moneter di Indonesia dengan Sasaran Kestabilan Harga: Menuju *Inflation Targeting*

Prinsip-prinsip yang mendasari kerangka kerja *Inflation Targeting* adalah bahwa sasaran akhir dari kebijakan moneter hanyalah mencapai dan memelihara laju inflasi yang rendah dan stabil. Dalam konteks ini, diasumsikan bahwa: (i) laju inflasi yang tinggi adalah suatu bentuk biaya yang harus ditanggung oleh perekonomian berupa pertumbuhan ekonomi yang rendah dan menurunnya nilai riil dari pendapatan nasional, (ii) kebijakan moneter, melalui pengendalian uang beredar, tidak dapat mempengaruhi pertumbuhan *output* riil dalam jangka panjang, tapi dapat dalam jangka pendek, sedangkan (iii) pengendalian inflasi melalui kebijakan moneter adalah dalam rangka stabilisasi dan penurunan laju inflasi dalam jangka panjang dan bukan dalam jangka pendek. Selain itu, keberhasilan kebijakan pencapaian inflasi sebagai sasaran tunggal dalam kerangka kerja *Inflation Targeting* mensyaratkan beberapa hal, antara lain: (a) kemandirian bank sentral terutama dalam melaksanakan kebijakan moneter, (b) pelaksanaan kebijakan nilai tukar yang mengambang, (c) keberadaan suatu indikator harga yang relevan dengan sasaran kebijakan, (d) metodologi proyeksi inflasi yang baik, dan (e) tidak adanya dominasi sektor fiskal.

Sementara itu, beberapa konsep dasar kebijakan moneter dalam kerangka *Inflation Targeting* adalah sebagai berikut.

- *Sasaran inflasi*

Seperti telah dikemukakan, kerangka *Inflation Targeting* dimulai dengan penetapan dan diumumkannya sasaran inflasi yang ingin dicapai oleh bank sentral. Penetapan sasaran inflasi tentu saja dengan mempertimbangkan berbagai faktor dan perkembangan ekonomi makro, terutama *social loss* ‘kerugian sosial’ akibat adanya “*trade-off*” antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi.⁴⁶ Selain itu, beberapa faktor penting lain yang juga diperhatikan adalah bahwa sasaran inflasi

⁴⁶ Munculnya Kurva Phillips pertama kali didasarkan pada hasil studi ekonom Inggris, A. W. Phillips, yang pada tahun 1958 menyimpulkan terdapatnya hubungan terbalik (*inverse relationship* atau *trade-off*) antara tingkat pengangguran dan perubahan tingkat upah dalam bentuk sebuah kurva. Semula, para ekonom menganggap temuan di atas sebagai salah satu bagian yang selama ini hilang dalam struktur *income-expenditure model*, dan setelah menerapkan sedikit modifikasi (perubahan tingkat upah menjadi tingkat harga), kurva tersebut menjadi salah satu kurva yang paling banyak dikenal dalam ilmu ekonomi; selanjutnya dikenal dengan Kurva Phillips (*Phillips Curve*).

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

tersebut harus dapat dipergunakan sebagai *anchor* dari pelaksanaan kebijakan moneter bank sentral, dan bahwa penetapan sasaran inflasi tidak hanya dilakukan dalam jangka waktu pendek (tahunan), namun juga jangka waktu menengah dan panjang. (Boks 3. *Penentuan Sasaran Inflasi* dan Boks 4. *Sasaran Inflasi: Headline v.s. Core*)

- Kebijakan moneter *forward looking*

Dengan sasaran inflasi sebagai *anchor*, perumusan kebijakan moneter diarahkan untuk mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan. Mengingat adanya tenggat waktu dari pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi maka kebijakan moneter yang dilakukan sekarang merupakan langkah yang bersifat antisipatif, bukan reaktif, atas akan terjadinya tekanan inflasi di masa yang akan datang dibandingkan dengan sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Dengan demikian, rentang waktu (*time horizon*) mengenai seberapa lama ke depan sasaran inflasi ingin ditetapkan akan tergantung dari tenggat waktu tersebut. Yang terpenting adalah menentukan mekanisme *forward looking* dalam penetapan arah kebijakan moneter di bank sentral. (Boks 5. *Kebijakan Moneter Forward Looking*)

- *Transparansi*

Penerapan *Inflation Targeting* akan menuntut transparansi (keterbukaan) yang tinggi dari bank sentral. Hal ini karena salah satu kunci sukses penerapan *Inflation Targeting* terletak pada transparansi bank sentral dalam mengambil kebijakan moneter. Transparansi tersebut diperlukan agar ekspektasi inflasi masyarakat yang terbentuk sesuai dengan yang diinginkan oleh bank sentral. Bentuk transparansi dapat diwujudkan melalui penjelasan bank sentral kepada publik secara periodik mengenai perkembangan ekonomi terkini, proyeksi inflasi, dan kebijakan yang diambil untuk menjaga laju inflasi tetap pada

Dalam perkembangan selanjutnya, mengingat adanya karakteristik umum dari siklus kegiatan usaha (*business cycle*) yang mengidentifikasikan keterkaitan yang erat, yaitu hubungan terbalik, antara pola perkembangan pengangguran dengan pertumbuhan output riil (*negative comovement*); dikenal dengan Hukum Okun (*Okun's Law*), Kurva Phillips secara umum dapat diturunkan dari pola hubungan "*trade-off*" antara tingkat inflasi dan pertumbuhan output riil. Dalam versi ini, kecenderungan hubungan yang terjadi adalah meningkat (*upward sloping*), yaitu bahwa peningkatan inflasi terjadi sejalan dengan peningkatan kegiatan ekonomi riil.

Kebijakan Moneter di Indonesia dengan Sasaran Kestabilan Harga: Menuju *Inflation Targeting*

jalurnya. Transparansi tersebut merupakan sarana untuk menunjukkan komitmen bank sentral dalam memerangi inflasi.

- *Akuntabilitas dan Kredibilitas*

Dengan mengumumkan target inflasi secara eksplisit kepada publik berarti melekat akuntabilitas, karena pada akhirnya bank sentral harus mempertanggung jawabkan target tersebut kepada publik. Kredibilitas bank sentral dengan demikian akan sangat tergantung pada komitmennya dalam mencapai target inflasi yang ditetapkan. Untuk itu, penerapan *Inflation Targeting* mengharuskan dibangunnya mekanisme pengambilan keputusan di dalam bank sentral yang bersangkutan dengan lebih mengandalkan pada hasil evaluasi dan penyusunan skenario proyeksi ke depan berdasarkan pengembangan model-model ekonomi yang berbasis pada penelitian.

Secara konseptual, penggunaan *Inflation Targeting* memerlukan perubahan fundamental dari kebijakan moneter dalam merespon kondisi ekonomi. Sebagai misal, *Inflation Targeting* menyaratkan kebijakan moneter yang sepenuhnya berorientasi masa depan (*forward-looking*). Namun, bank sentral yang tidak secara eksplisit menerapkan *Inflation Targeting* mungkin juga berorientasi *forward-looking* serta secara bersamaan memfokuskan sasaran akhir jangka panjang untuk mencapai kestabilan harga. Dengan demikian, secara praktis, *Inflation Targeting* lebih merupakan strategi formal dari suatu kebijakan yang kurang lebih sudah ada. Dalam hal ini, penargetan tersebut diharapkan dapat memperbaiki akuntabilitas, transparansi, dan kredibilitas dari kebijakan moneter.

Menuju Penerapan *Inflation Targeting* di Indonesia

UU No.23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia telah memberikan landasan hukum yang jelas menyangkut kewenangan Bank Indonesia dalam melaksanakan tugasnya di bidang moneter, yaitu mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah. Di dalam undang-undang tersebut juga telah secara jelas tersurat amanat untuk melaksanakan kebijakan moneter dalam kerangka kerja *Inflation Targeting*, seperti tercermin dari adanya makna independensi, akuntabilitas, dan transparansi. Penegasan

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

makna independensi pada proses tersebut disebutkan dalam Pasal 10 Ayat 1 undang-undang tersebut diamanatkan makna independensi, yaitu bahwa “*Dalam rangka menetapkan dan melaksanakan kebijakan moneter, Bank Indonesia berwenang: a. menetapkan sasaran-sasaran moneter dengan memperhatikan sasaran laju inflasi yang ditetapkan; ...*”. Sementara itu, makna akuntabilitas dan transparansi juga tersurat pada pasal-pasal lain (Pasal 58 s.d. 61), antara lain penyampaian informasi kepada masyarakat secara terbuka mengenai mekanisme perumusan kebijakan moneter serta implementasinya dalam pengendalian moneter.

Dengan sejumlah karakteristik dasar *Inflation Targeting* yang telah dijelaskan sebelumnya, penerapan kerangka kerja *Inflation Targeting* memerlukan pengembangan berbagai infrastruktur dan mekanisme kerja. Untuk Bank Indonesia, pengembangan *Inflation Targeting* dimulai dengan penataan mekanisme pengambilan keputusan di bidang moneter dalam forum RDG. Dengan demikian, terdapat kejelasan proses perumusan kebijakan moneter di Bank Indonesia, mulai dari penetapan sasaran inflasi dan arah kebijakan moneter tahunan pada RDG awal tahun, evaluasi dan penetapan arah kebijakan moneter triwulanan dalam RDG April, Juli, Oktober dan Januari, evaluasi dan penetapan arah pengendalian moneter bulanan dalam RDG bulanan, hingga penetapan pelaksanaan operasional pengendalian moneter dalam RDG Mingguan. Untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas publik, hasil-hasil keputusan kebijakan moneter dalam RDG tersebut diumumkan dan didiskusikan secara luas kepada masyarakat maupun dilaporkan kepada DPR. Dalam kaitan ini, untuk mendukung kualitas evaluasi dan proyeksi ekonomi serta arah kebijakan moneter tersebut, juga diperlukan berbagai persiapan operasional, seperti pengembangan model-model ekonomi untuk proyeksi inflasi, nilai tukar rupiah, ekonomi makro, hingga pengkajian transmisi dan pengembangan instrumen moneter. Selain itu, kerangka kerja kebijakan moneter ini memerlukan dukungan sistem keuangan dan perbankan yang sehat agar mekanisme transmisi kebijakan moneter ke sektor riil dapat berjalan dengan lebih efektif. Selanjutnya, agar keberadaan kerangka kerja *Inflation Targeting* dapat lebih dipahami oleh masyarakat luas, perlu dilakukan langkah sosialisasi secara intensif dan terarah mengenai manfaat dari keberadaan kerangka kerja tersebut.

Boks 3 :

Penentuan Sasaran Inflasi

Seperti telah diketahui, secara teoretis, pengertian inflasi merujuk pada perubahan tingkat harga (barang dan jasa) umum yang terjadi secara terus menerus. Data mengenai perkembangan harga dapat didasarkan pada cakupan barang dan jasa sebagai komponen pembentuk PDB (deflator PDB), cakupan barang dan jasa yang diperdagangkan antara produsen dengan pedagang besar atau antar pedagang besar (Indeks Harga Perdagangan Besar/IHPB), ataupun cakupan barang dan jasa yang dijual secara eceran dan dikonsumsi oleh sebagian besar masyarakat (Indeks Harga Konsumen/IHK). Dalam kaitan ini, cara penghitungan inflasi didasarkan pada perubahan indeks pada periode tertentu dengan indeks pada periode sebelumnya.

Sesuai dengan Undang-undang Nomor 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, sasaran laju inflasi ditetapkan oleh Bank Indonesia atas dasar tahun kalender dengan memperhatikan perkembangan dan prospek ekonomi makro. Untuk itu, sejak tahun 2000 Bank Indonesia menetapkan sasaran inflasi pada awal tahun yang akan dicapainya untuk tahun yang bersangkutan. Sasaran ditetapkan untuk inflasi yang diukur dengan Indeks Harga Konsumen (IHK) dengan mengeluarkan dampak dari kenaikan harga-harga yang disebabkan oleh kebijakan Pemerintah di bidang harga dan pendapatan (*administered prices and income policy*).⁴⁷ Sebagai contoh, sasaran inflasi ditetapkan sebesar 3-5% untuk tahun 2000 dan 4-6% untuk tahun 2001. Pada periode yang sama, dampak *administered prices and income policy* terhadap inflasi diperkirakan untuk tahun 2000 dan 2001 masing-masing sekitar 2% and 2-2.5%. Dengan demikian,

⁴⁷ Sejak bulan Oktober 1999, IHK gabungan dihitung dari 43 kota, setelah kota Dili dikeluarkan. Jumlah komoditas yang dicakup sebanyak 249 – 353 komoditas yang terdiri atas tujuh kelompok, yaitu: (i) bahan makanan; (ii) makanan jadi, minuman, rokok, dan tembakau; (iii) perumahan; (iv) sandang; (v) kesehatan, (vi) pendidikan, rekreasi, dan olah raga; dan (vii) transpor dan komunikasi.

dengan menambahkan dua komponen inflasi tersebut menunjukkan perkiraan Bank Indonesia untuk inflasi (berdasarkan) IHK, yaitu sekitar 5-7% dan 6-8,5% masing-masing untuk tahun 2000 dan 2001.

Sejak tahun 2002, sasaran inflasi yang digunakan oleh Bank Indonesia adalah perubahan IHK. Selain itu, Bank Indonesia juga menetapkan sasaran inflasi yang akan dicapai dalam jangka menengah. Sebagai contoh, untuk tahun 2002 sasaran inflasi ditetapkan sebesar 9-10% dan diarahkan untuk secara bertahap menjadi sekitar 6-7% dalam jangka waktu lima tahun. Penggunaan total inflasi IHK sebagai sasaran inflasi lebih didasarkan pertimbangan karena lebih diterima oleh dan dijelaskan kepada publik, sehingga diharapkan sasaran inflasi tersebut dapat dijadikan acuan dalam perencanaan bisnis dan karenanya mampu mempengaruhi ekspektasi inflasi yang terjadi di masyarakat. Sementara, ditetapkannya sasaran inflasi jangka menengah didasarkan pada pertimbangan bahwa pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi pada umumnya berlangsung dengan tenggat waktu yang sesuai kajian empiris sekitar enam sampai delapan kuartal. Dengan demikian, penetapan sasaran inflasi tersebut dapat mengantisipasi prospek ekonomi makro ke depan dan mampu mendukung upaya pemulihan ekonomi nasional.

Dalam menentukan sasaran inflasi tersebut, Bank Indonesia memperhatikan prospek ekonomi makro, dan karenanya mendasarkan pada perkembangan dan proyeksi arah pergerakan ekonomi ke depan. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa terdapat ketidak-sejalaran (*trade-off*) antara pencapaian inflasi yang rendah dengan keinginan untuk mendorong laju pertumbuhan ekonomi lebih tinggi. Dalam kaitan ini, Bank Indonesia tidak ingin menargetkan inflasi yang terlalu rendah karena dapat menghambat pemulihan ekonomi nasional. Untuk itu, dengan menggunakan model-model makroekonomi yang dikembangkan, Bank Indonesia menganalisis dan memproyeksi berapa laju pertumbuhan ekonomi ke depan, dengan berbagai komponen-komponennya, dan komposisinya baik yang didorong oleh sisi permintaan dan dari sisi

Kebijakan Moneter di Indonesia dengan Sasaran Kestabilan Harga: Menuju *Inflation Targeting*

penawaran. Dengan cara ini, dapat diukur kecenderungan terjadinya kesenjangan antara besarnya permintaan dengan *output* potensial, atau yang sering disebut *output gap*. Besarnya *output gap* inilah yang diperkirakan akan menentukan besarnya tekanan terhadap inflasi ke depan.

Dalam menentukan sasaran inflasi tersebut, Bank Indonesia juga mempertimbangkan perkembangan barang dan jasa yang perkembangannya tidak terpengaruh secara berarti atau bersifat netral terhadap terjadinya gejolak struktural (*shocks*) yang bersifat temporer. Jenis inflasi ini disebut *core inflation* 'inflasi inti'. Inflasi ini berbeda dengan kenaikan harga yang diukur dengan Indeks Harga Konsumen (IHK) atau dikenal dengan *headline inflation* 'inflasi *headline*'. Selain itu, Bank Indonesia juga mengukur kenaikan harga yang diakibatkan oleh depresiasi nilai tukar, atau sering disebut *imported inflation*. Inflasi seperti ini dapat terjadi secara langsung (*direct pass-through*) karena kenaikan harga barang-barang impor secara langsung mempengaruhi inflasi IHK karena terjadinya terjadinya depresiasi nilai tukar. Kenaikan harga juga dapat terjadi secara tidak langsung (*indirect pass-through*), yaitu melalui depresiasi nilai tukar yang mempengaruhi penerimaan ekspor dan permintaan agregat, yang pada gilirannya mendorong tekanan inflasi. Karena itu, Bank Indonesia berkepentingan terhadap kestabilan nilai tukar, tanpa harus mengarahkan pada nilai tukar pada target tertentu. Gejolak nilai tukar yang berlebihan dan terjadi terus menerus (*persistent*) dapat menyebabkan *imported inflation*. Sebaliknya, keberhasilan pengendalian inflasi dapat mendorong kestabilan nilai tukar.

Selain dipengaruhi kebijakan moneter, permintaan masyarakat dipengaruhi pula oleh kebijakan fiskal (besarnya APBN). Hal ini dapat terjadi melalui pengeluaran Pemerintah baik pengeluaran rutin maupun pengeluaran pembangunan dalam APBN. Karena itu, dalam mengendalikan laju inflasi dari sisi permintaan, bank sentral juga harus memperhitungkan dampak fiskal terhadap kegiatan ekonomi dan inflasi.

Ini yang sering disebut koordinasi kebijakan moneter dan fiskal dalam konteks perumusan dan pelaksanaan kebijakan ekonomi makro. Selain untuk mengkoordinasikan langkah-langkah pengendalian terhadap sisi permintaan dari perekonomian nasional, koordinasi fiskal-moneter tersebut juga sangat penting dalam mengantisipasi dan meminimalkan dampak perubahan kebijakan Pemerintah di bidang harga dan pendapatan terhadap inflasi.

Boks 4:

Sasaran Inflasi: *Headline* vs Inti

Secara teknis, penghitungan inflasi dapat dilakukan dengan beberapa metode, tergantung pada cakupan pengertian yang dipakai dalam pencapaian sasaran suatu kebijakan ekonomi. Dalam hal ini, dikenal dua istilah yang sering digunakan dalam analisis ekonomi, yaitu inflasi umum atau *headline* dan inflasi inti. Inflasi *headline* dihitung berdasarkan cakupan barang dan jasa yang lazimnya dipakai dalam penghitungan Indeks harga Konsumen (IHK). Sementara itu, inflasi inti dihitung berdasarkan cakupan barang dan jasa perkembangannya tidak terpengaruh secara berarti atau bersifat netral terhadap terjadinya gejolak struktural (*shocks*) yang bersifat temporer.

Inflasi inti mempunyai peranan yang penting karena lebih mencerminkan perkembangan harga yang bersifat *persistent*, sehingga dapat digunakan sebagai salah satu *anchor* dalam pelaksanaan kebijakan moneter. Perlu dikemukakan bahwa kenaikan harga dari sisi penawaran, misalnya produksi, distribusi, ataupun cuaca, tidak dapat dipengaruhi oleh kebijakan moneter. Contoh kongkritnya adalah kenaikan harga-harga yang disebabkan oleh kebijakan pemerintah di bidang harga dan pendapatan, seperti kenaikan tarif listrik, dan kenaikan gaji pegawai negeri sipil. Apabila hal ini dipaksakan untuk dikendalikan maka akan terjadi pengetatan moneter yang berlebihan, yang dapat berdampak pada penurunan kegiatan ekonomi.

**Kebijakan Moneter di Indonesia dengan Sasaran Kestabilan Harga:
Menuju *Inflation Targeting***

Pemilihannya di antara kedua konsep penghitungan di atas akan tergantung pada *predictability*, *controlability*, dan *acceptability*. *Predictability* dimaksudkan bahwa sasaran inflasi yang dipilih mudah diprakirakan dengan pemodelan ekonomi yang tersedia sehingga memudahkan dalam melihat kecenderungan inflasi ke depan. *Controlability* dalam arti bahwa inflasi dimaksud banyak dipengaruhi oleh faktor-faktor yang dapat dikendalikan oleh bank sentral sehingga kebijakan moneter yang ditempuh dapat secara efektif mempengaruhi perkembangan inflasi ke depan. *Acceptability* dimaksudkan bahwa inflasi yang dipilih mudah dipahami oleh masyarakat luas sehingga concern bank sentral dalam mencapai sasaran inflasi memberikan manfaat dan merupakan pokok perhatian masyarakat luas.

Inflasi *headline* di satu sisi mudah dipahami oleh masyarakat luas, tetapi di sisi lain lebih sulit diprakirakan dan banyak dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar kebijakan moneter. Sementara itu, inflasi inti relatif lebih unggul dalam *predictability* dan *controllability*, akan tetapi lebih sulit dipahami oleh masyarakat. Dalam perekonomian yang mekanisme pasarnya telah berjalan relatif efisien, sebenarnya tidak banyak perbedaan antara inflasi *headline* dan inflasi inti karena distorsi pembentukan harga yang berasal dari kebijakan pemerintah cenderung tidak signifikan. Karena kondisi demikian belum tentu menjadi kenyataan, maka di berbagai negara yang menerapkan kerangka *Inflation Targeting* sasaran inflasi ditetapkan berdasarkan karakteristik perekonomiannya, ada yang menggunakan inflasi *headline* dan ada pula yang menggunakan inflasi inti. Terdapat pula variasi penghitungan, yaitu dengan menggunakan inflasi berdasarkan cakupan IHK, namun setelah mengeluarkan beberapa komponen yang lebih banyak dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah dan tidak dapat dipengaruhi oleh kebijakan moneter, seperti suku bunga, subsidi dsb.

Untuk kasus Indonesia, beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengkaji mengenai inflasi *headline* vs. inflasi inti sebagai sasaran inflasi. Mengenai inflasi inti, terdapat beberapa pendekatan untuk pengukurannya yaitu dengan metode pemangkasan statistik

(*trimming*), dengan mengkaji kedekatan hubungannya dengan besaran moneter, ataupun dengan mengeluarkan beberapa komponen khususnya kebijakan pemerintah dan gangguan dari sisi penawaran (*exclusion*). Pada akhir tahun 1999 sempat dipertimbangkan untuk menggunakan metode pemangkasan statistik untuk pengukuran inflasi inti dengan pertimbangan metode ini menghasilkan inflasi yang secara statistik paling teruji, dalam arti menghasilkan tingkat kesalahan yang paling kecil. Namun demikian, metode ini juga mempunyai kelemahan terutama sulitnya untuk dikomunikasikan kepada publik. Pada saat ini penelitian terus dilakukan untuk mencari alternatif pengukuran inflasi inti untuk penyempurnaannya, khususnya untuk melengkapi kinerja metode *trimming* dengan metode *exclusion*.⁴⁸

Boks 5:

Kebijakan Moneter *Forward Looking*

Seperti telah dikemukakan, dalam kerangka *Inflation Targeting*, perumusan dan pelaksanaan kebijakan moneter bersifat *forward looking*, dalam arti bahwa bank sentral menempuh kebijakan moneter pada saat ini sebagai langkah antisipatif (*pre-emptive*) untuk mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan untuk masa yang akan datang. Mengapa kebijakan moneter perlu dilakukan dengan berorientasi masa depan? Hal ini disebabkan oleh fakta empiris bahwa terdapat tenggat waktu (*time lag*) dari pengaruh perkembangan suatu variabel ekonomi terhadap variabel ekonomi yang lain. Dengan demikian, perumusan kebijakan moneter harus dilakukan dengan memperhitungkan kemungkinan yang terjadi di masa yang akan datang melalui langkah-langkah yang bersifat antisipatif.

⁴⁸ Hasil kajian pendahuluan mengenai metode penghitungan inflasi inti dapat dilihat di Madjardi, F. dkk, *Penyempurnaan Perhitungan Inflasi Inti (Core Inflation)*, Laporan Hasil Penelitian, Bagian Studi Sektor Riil, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, 2001.

Kebijakan Moneter di Indonesia dengan Sasaran Kestabilan Harga: Menuju *Inflation Targeting*

Mekanisme kebijakan moneter yang demikian, karenanya, mengharuskan bank sentral untuk dapat: (a) memprakirakan pergerakan inflasi ke depan untuk dibandingkan dengan sasaran yang ditetapkan, (b) mengetahui seberapa lama tenggat waktu dari pengaruh kebijakan moneter saat ini dengan inflasi di masa yang akan datang, dan (c) mengetahui dengan baik transmisi kebijakan moneter dalam mempengaruhi inflasi dan perekonomian. Untuk itu, pemahaman atas transmisi kebijakan moneter ini sangat penting dalam formulasi kebijakan moneter.

Dalam kerangka kerja kebijakan moneter yang berlaku di Bank Indonesia saat ini, kebijakan moneter difokuskan kepada pencapaian sasaran inflasi dengan lebih mengandalkan kepada pendekatan kuantitas besaran moneter (*quantity approach*). Dalam hal ini, pencapaian sasaran inflasi dilakukan dengan pengendalian uang primer sebagai target operasional. Dari hasil kajian awal yang dilakukan oleh Bank Indonesia, dengan menggunakan jalur suku bunga dan nilai tukar mengenai transmisi kebijakan moneter ke inflasi, didindikasikan bahwa kebijakan moneter membutuhkan waktu yang panjang untuk dapat mempengaruhi harga-harga di pasar domestik, yaitu antara 1 – 2 tahun.⁴⁹ Dengan tenggat waktu yang panjang tersebut berarti kenaikan suku bunga SBI yang dilakukan saat ini baru memberikan pengaruh penurunan harga-harga pada 1 – 2 tahun kemudian. Oleh karena itu, dalam formulasi kebijakan moneter, yang perlu dipertimbangkan adalah proyeksi inflasi dan ekonomi makro dalam jangka 1 – 2 tahun ke depan dibandingkan dengan targetnya pada periode tersebut. Dengan kata lain, orientasi dari formulasi kebijakan moneter oleh Bank Indonesia harus bersifat *forward looking*.

⁴⁹ Hasil kajian dari negara lain, seperti Kanada dan Selandia Baru juga menghasilkan *lag* sekitar 2 tahun. Sementara, *lag* di Brazil justru lebih cepat, sekitar 6 kuartal.

Daftar Pustaka

- Alamsyah, Halim, *et al.* (2000), *Framework for Implementing Inflation Targeting in Indonesia*, on BI-IMF Conference on Monetary Policy and Inflation Targeting in Emerging Economies, Bank Indonesia.
- Ascarya (2002), *Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter*, Seri Kebanksentralan No. 3, PPSK, Bank Indonesia.
- Bank Indonesia, *Laporan Tahunan Bank Indonesia*, Beberapa tahun penerbitan, Bank Indonesia.
- Barro R.J. and Gordon D.B. (1983), 'Rules, Discretion and Reputation in A Model of Monetary Policy', *Journal of Monetary Economics*, 12.
- Bernanke, B. *et al.* (1999), *Inflation Targeting: Lessons from International Experience*, Princeton University Press.
- Bofinger, Peter (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press.
- Bond, T.J., *et al.* (1994), 'Monetary Targets', *URES Discussion Paper*, Agustus, Bank Indonesia.
- BSIS (1997), *The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Developing Countries*".
- Cecchetti, Stephen G. (1998), 'Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problem', *FRBNY Economic Policy Review*, June.
- Dornbusch, R., *et al.* (2001), *Macroeconomics*, 8th Edition, The McGraw-Hill/Irwin.
- Friedman, Milton (1991), *Monetarist Economics*, Basil Blackwell Ltd.
- Grenville, S. (1997), *The Evolution of Monetary Policy: From Money Targets to Inflation Targets*, Conference on Monetary Policy and Inflation Targeting, RBA, July.
- Khan, Mohsin S. (2003), *Current Issues in Designing and Conduct of Monetary Policy*, Paper prepared for the RBI/IGIDR 5th Annual Conference on Money and Finance in Indian Economy, January.

- Laidler, David E.W. (1997), *The Demand for Money*, Harper & Row, Publ. Inc.
- Madjardi, F. dkk. (2001), *Penyempurnaan Perhitungan Inflasi Inti (Core Inflation)*, Laporan Hasil Penelitian, Bagian Studi Sektor Riil, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter.
- Miskhin, F.S.(1999), 'International Experiences with Different Monetary Policy Regimes', *Journal of Monetary Economics*, 43.
- Parkin, M. and Bade R. (1988), *Modern Macroeconomics*, Philip Alan Publishers Ltd.
- Rothenberg, Alexander D.(2002), *The Monetary-Fiscal policy Mix: Empirical Analysis and Theoretical Implications*, Working paper.
- Samuelson, Paul.A. and William D. Nordhaus (2002), *Economics*, 7th Edition, The McGraw-Hill/Irwin.
- Sarwono, Hartadi A. (1996), *Mencari Paradigma Baru Manajemen Moneter di Indonesia*, Makalah SESPIBI Angkatan XXI, Bank Indonesia.
- _____ dan Warjiyo, P. (1998), 'Mencari Paradigma Baru Manajemen Moneter dalam Sistem Nilai Tukar Fleksibel: Suatu Pemikiran untuk Penerapannya di Indonesia', *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 1, Bank Indonesia.
- Solikin (1998), *The Stability of Income Velocity, Demand for Money, and Money Multiplier in Indonesia, 1971-1996*, Unpublished Working Paper, Department of Economics, The University of Michigan, August.
- _____ dan Suseno (2002), *Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian*, Seri Kebanksentralan No.1, PPSK, Bank Indonesia.
- _____ dan Suseno (2002), *Penyusunan Statistik Uang Beredar*, Buku Seri Kebanksentralan No.2, PPSK, Bank Indonesia.
- Taylor, J.B. (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.
- _____ (1995), 'The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework', *Journal of Economic Perspectives*, 9.

KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

- _____, Editor (1999), 'Monetary Policy Rules', *NBER Conference Report*, The University of Chicago Press.
- Walsh, Carl E. (2001), *Monetary Policy and Theory*, the MIT Press, the 3rd printing.
- Warjiyo, P. dan Doddy Zulverdi (1998), 'Penggunaan Suku Bunga sebagai Sasaran Operasional Kebijakan Moneter di Indonesia', *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1, Bank Indonesia.
- Warjiyo, P. and Juda Agung, Editor (2001), *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia*, Directorate of Economic Research and Monetary Policy, Bank Indonesia.