

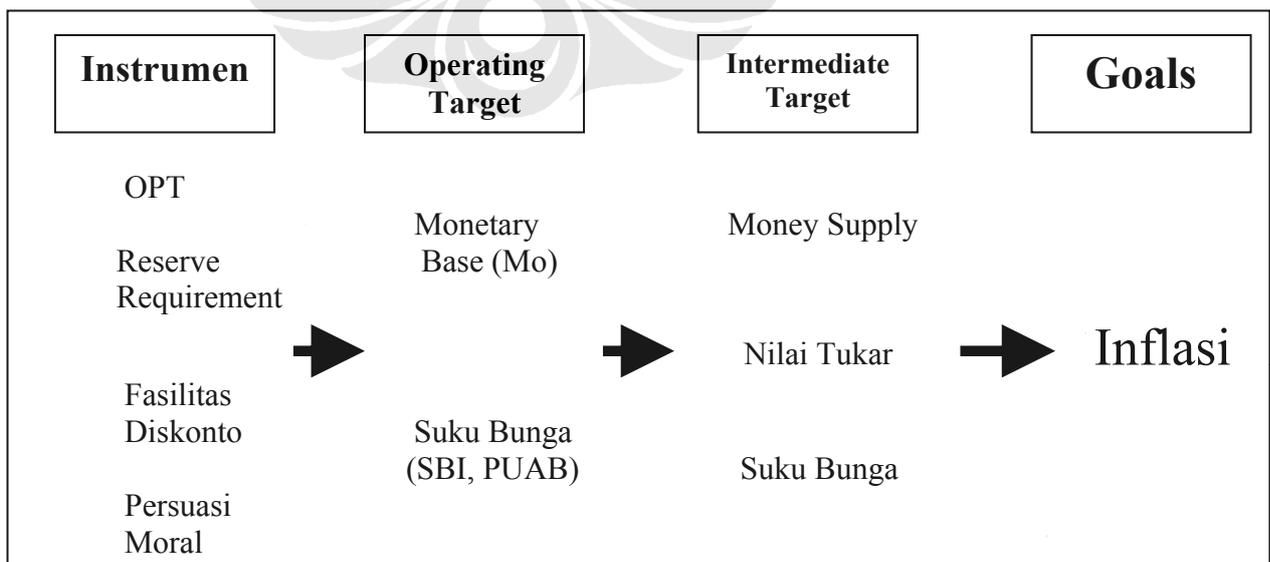
BAB III

KERANGKA KEBIJAKAN MONETER INDONESIA DENGAN SASARAN AKHIR STABILISASI INFLASI

III.1 Kerangka Dasar Kebijakan Moneter di Indonesia

Implementasi dari kebijakan moneter melibatkan berbagai ketentuan, tradisi, dan praktek-praktek yang secara kolektif disebut sebagai prosedur operasi atau *rules*. Prosedur operasi diberbagai negara berbeda-beda tergantung dari instrumen yang dipergunakan oleh otoritas moneter dalam melaksanakan kebijakan tersebut sehari-hari dengan target operasi yang dapat dikendalikan dalam jangka waktu yang singkat (misalnya tingkat suku bunga jangka pendek versus agregat moneter). Selain itu, hal lain yang juga penting dalam prosedur operasi adalah kondisi-kondisi dimana instrumen dan target operasi secara otomatis disesuaikan dengan perkembangan ekonomi suatu negara. Bank sentral dapat melakukan pilihan-pilihan dari peubah yang dapat dipergunakan untuk mencapai target yang telah ditetapkan (misalnya pertumbuhan jumlah uang beredar atau angka inflasi). Secara singkat, kerangka kebijakan moneter dapat dilihat pada gambar berikut:

Gambar III-1 Kerangka Kebijakan Moneter



Sumber: Bank Indonesia

III.1.1 Sasaran Akhir

Dengan undang-undang yang baru tentang Bank Indonesia yaitu UU No. 3 tahun 2004, dari beberapa tugas Bank Indonesia sebagai otoritas moneter, salah satu tugas pokok yang dirumuskan dengan tegas adalah mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah. Ini berarti bahwa berdasarkan undang-undang tersebut sasaran akhir dari kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia adalah inflasi (stabilitas harga).

III.1.2. Sasaran Antara

Tercapainya sasaran akhir laju inflasi akan sangat tergantung pada kemampuan Bank Indonesia dalam mempengaruhi permintaan agregat baik konsumsi, investasi maupun transaksi berjalan. Sasaran tersebut diperlukan sebagai acuan dalam memperkirakan besarnya *demand pressure* atau *output gap* yang dapat ditolelir dan perlu dikendalikan melalui kebijakan moneter yang dilakukan.

III.1.3 Sasaran Operasional

Secara garis besar ada dua sasaran operasional yang dilakukan, yaitu *quantity vs price targeting*. Dengan *quantity targeting*, instrumen kebijakan yang dimiliki diarahkan untuk mencapai sasaran uang primer (M0) pada tingkat tertentu, sementara dengan *price targeting* maka instrumen kebijakan diarahkan untuk mencapai suatu sasaran suku bunga jangka pendek yang diinginkan. Namun seperti yang sudah dibahas sebelumnya, dengan melemahnya hubungan antara uang yang beredar dengan inflasi, pendekatan suku bunga digunakan sebagai instrumen kebijakan utama dibandingkan pendekatan kuantitas.

III.1.4 Instrumen Kebijakan

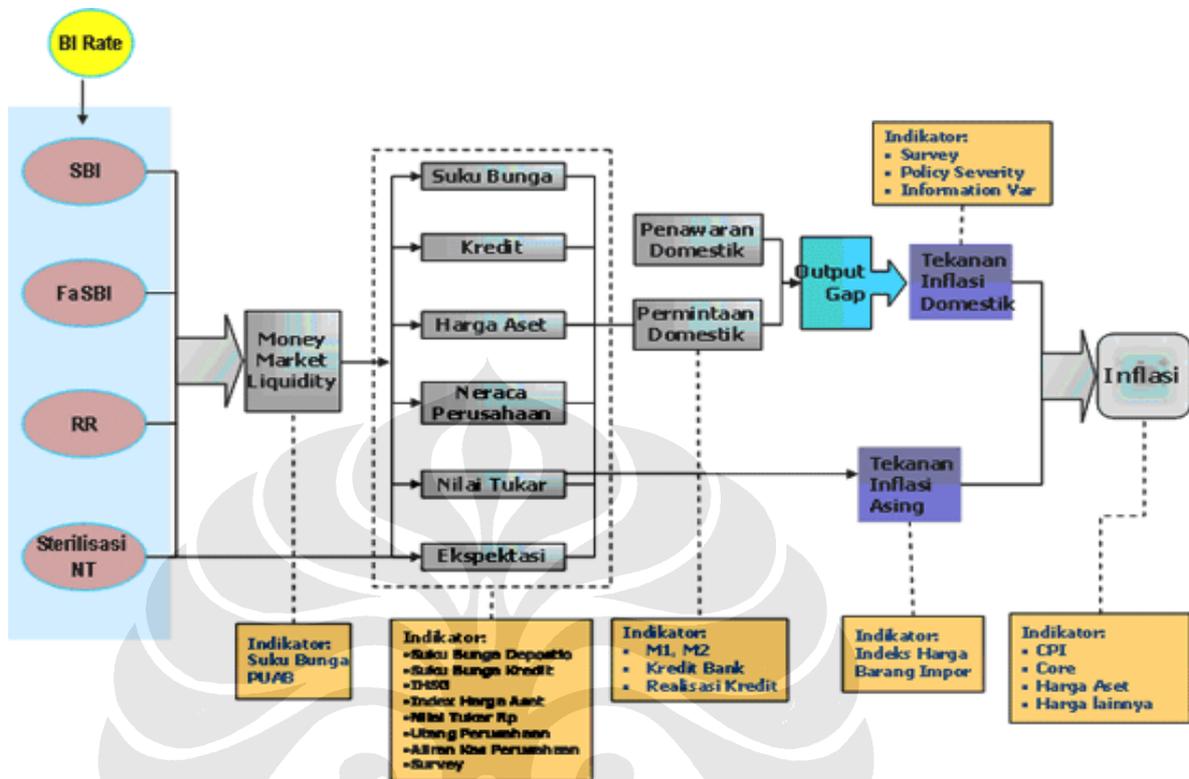
Dari gambar di atas nampak bahwa terdapat empat instrumen yang dapat dipergunakan oleh Bank Sentral untuk mengarahkan pelaksanaan kebijakan moneternya untuk mencapai sasaran operasional, yaitu:

- Operasi Pasar Terbuka (OPT) yaitu kegiatan jual beli surat berharga oleh Bank Sentral yang diumumkan secara terbuka sebelum dan sesudah transaksi dengan tujuan untuk mempengaruhi jumlah uang beredar dan suku bunga.
- Reserve requirement ratio (Giro Wajib Minimum) yaitu mengubah ketentuan jumlah dana yang harus disimpan oleh bank umum di dalam Bank Sentral.
- Fasilitas diskonto, yaitu suku bunga yang dibebankan kepada bank-bank komersial yang meminjam dana dari Bank Sentral bila cadangannya secara temporer berada dibawah tingkat yang ditentukan.
- Persuasi moral, yaitu himbauan yang dilakukan oleh Bank Sentral kepada perbankan untuk melakukan atau tidak melakukan sesuatu, misalnya himbauan untuk bersikap konservatif dalam menyalurkan pinjaman.

III.2 Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Dalam konteks ITF, transmisi kebijakan moneter dengan saluran langsung atau saluran uang menjadi tidak relevan. Oleh karena itu, dalam kasus Indonesia sebagai penganut ITF, pembahasan berikut dilakukan terhadap saluran atau jalur yang dinilai cukup relevan, yaitu jalur suku bunga, kredit, neraca perusahaan, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi. Secara lengkap, mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia bisa dilihat pada gambar berikut:

Gambar III-2 Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter



Sumber: www.bi.go.id

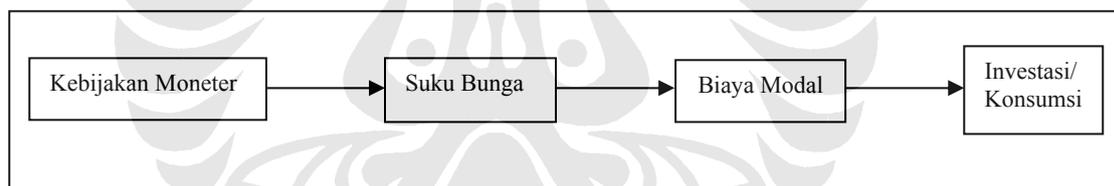
Filosofi penting dari mekanisme transmisi ini adalah bahwa kebijakan moneter terutama bekerja melalui pengaruhnya atas permintaan agregat, dan hampir tidak mempunyai pengaruh langsung atas kapasitas supply. Dalam jangka panjang, kebijakan moneter pada dasarnya menentukan nilai mata uang. Atau dalam ungkapan yang lebih populer, inflasi adalah fenomena moneter. Dengan mendasarkan pada pandangan ini, sasaran tunggal inflasi adalah tujuan paling relevan bagi kebijakan moneter. Disamping itu, penekanan *time horizon* dari pandangan ini, yaitu bahwa pengaruh kebijakan moneter lebih dilihat dalam jangka panjang. Hal ini menyebabkan pentingnya peran *output gap* sebagai indikator tekanan inflasi domestik.

Pada dasarnya pemikiran untuk menggunakan “harga” atau suku bunga dalam pengendalian moneter di Indonesia sudah dimulai sejak sebelum krisis. Karakteristik dari transmisi kebijakan moneter adalah sebagai berikut.

a. Jalur Suku Bunga

Mekanisme melalui jalur suku bunga menekankan bahwa kebijakan moneter dapat mempengaruhi permintaan agregat melalui perubahan suku bunga. Dalam hal ini, pengaruh perubahan suku bunga jangka pendek akan ditransmisikan pada suku bunga menengah-panjang melalui mekanisme penyeimbangan sisi permintaan dan penawaran di pasar uang. Perkembangan suku bunga tersebut akan mempengaruhi biaya modal (*cost of capital*), yang pada gilirannya akan mempengaruhi pengeluaran investasi dan konsumsi yang merupakan komponen dari permintaan agregat.

Gambar III-3. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Suku Bunga



b. Jalur Kredit Perbankan

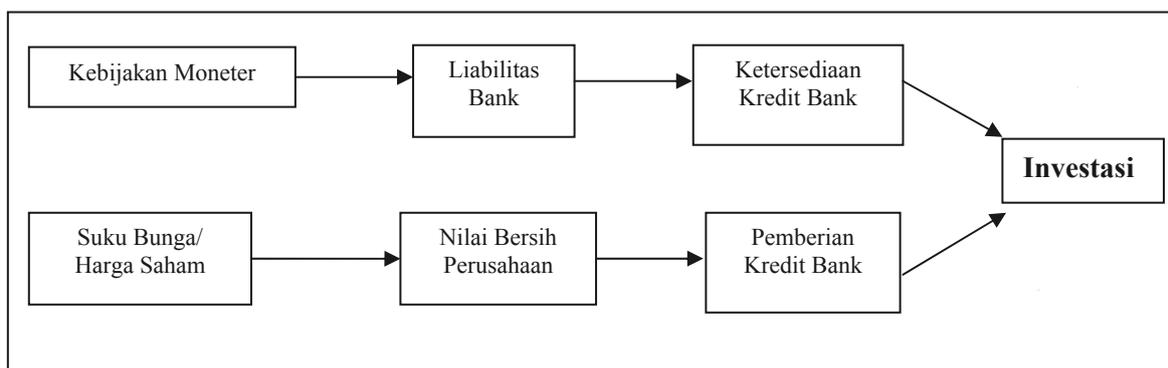
Mekanisme transmisi melalui jalur kredit menekankan bahwa pengaruh kebijakan moneter terhadap *output* dan harga terjadi melalui kredit perbankan. Transmisinya dapat dibedakan menjadi dua jalur. Pertama, bank lending channel ‘jalur pinjaman bank’ yang menekankan pengaruh kebijakan moneter pada kredit karena kondisi keuangan bank, khususnya sisi aset. Kedua, ‘jalur neraca perusahaan’ yang menekankan pengaruh kebijakan moneter pada kondisi keuangan perusahaan, seperti *arus kas* (*cash flow*) dan

rasio hutang terhadap modal (*leverage*), 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 giro wajib minimum di bank sentral, cadangan yang ada di bank akan mengalami penurunan sehingga 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 harga saham tersebut, nilai pasar dari modal perusahaan akan meningkat dan rasio *leverage* perusahaan menurun, yang selanjutnya memperbaiki tingkat kelayakan permohonan kredit yang diajukan perusahaan kepada bank. Kondisi ini akan mendorong peningkatan pemberian kredit oleh bank, selanjutnya meningkatkan investasi dan pada akhirnya meningkatkan *output*.

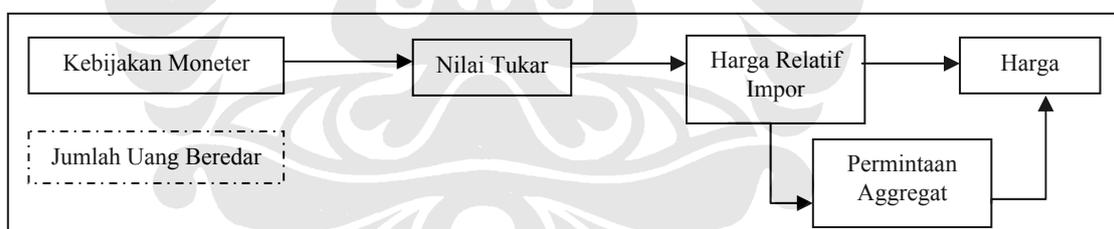
Gambar III-4. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Kredit



c. Jalur Nilai Tukar

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

Gambar III-5. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Nilai Tukar

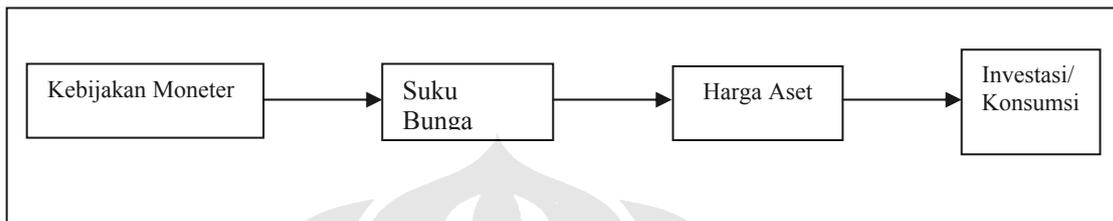


d. Jalur Harga Aset

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 pasar aset perusahaan. Penurunan harga aset dapat berakibat pada dua hal. Pertama, mengurangi kemampuan perusahaan

untuk melakukan ekspansi. Kedua, menurunkan dilai kekayaan dan pendapatan, yang pada gilirannya mengurangi pengeluaran konsumsi. Secara keseluruhan, kedua hal tersebut berdampak pada penurunan pengeluaran agregat.

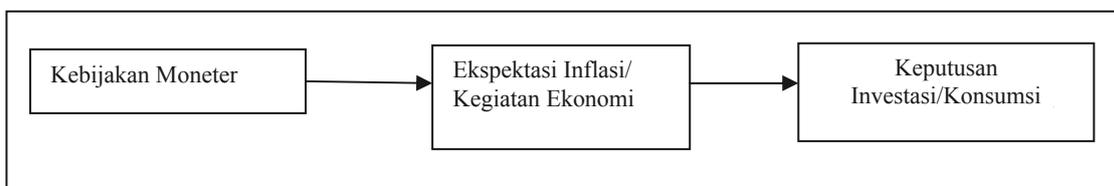
Gambar III.6. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Harga Aset



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. Sebagai contoh, dalam hal bank sentral menempuh kebijakan moneter ekspansif, maka kenaikan jumlah uang beredar akan mendorong naiknya laju inflasi. Dengan harga-harga yang meningkat, ekspektasi inflasi masyarakat akan meningkat pula, dan selanjutnya, apabila tidak diatasi dengan kebijakan moneter kontraktif, akan mendorong laju inflasi meningkat lebih tinggi lagi.

Gambar III-7. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Ekspektasi



III.3 Inflation Targeting Framework (ITF)

III.3.1 Definisi

Inflation Targeting Framework adalah suatu kerangka kerja kebijakan moneter yang memiliki ciri utama yaitu adanya penyampaian pengumuman kepada publik mengenai suatu tingkat inflasi yang ingin dicapai oleh bank sentral dalam suatu horizon waktu tertentu dimana penetapan target inflasi tersebut dilakkan secara *forward looking*. Dalam kerangka kerja ini, tujuan utama bank sentral adalah mencapai dan memelihara tingkat inflasi yang rendah dan stabil yang dapat mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Tujuan bank sentral ini dikuatkan dalam UU No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia sebagaimana telah diubah dengan UU No. 3 Tahun 2004 tujuan Bank Indonesia adalah mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah (Pasal 7). Amanat ini memberikan kejelasan peran bank sentral dalam perekonomian, sehingga dalam pelaksanaan tugasnya Bank Indonesia dapat lebih fokus dalam pencapaian "single objective"-nya. Karena itu pencapaian target inflasi yang telah ditetapkan merupakan suatu hal yang tidak bisa ditawar-tawar lagi. Bank sentral harus berusaha mencapai target yang telah ditetapkannya dengan komitmen yang kuat dan bank sentral harus pula menjelaskan kepada masyarakat bila terjadi kegagalan dalam pencapaian target yang telah ditentukan. Jadi yang menjadi fitur utama ITF dan membedakannya dengan kerangka kebijakan moneter yang lain adalah adanya stabilisasi inflasi sebagai tujuan utama kebijakan moneter dan adanya pengumuman target inflasi kepada masyarakat.

Menurut Mishkin (2004) selain adanya pengumuman kepada publik tentang target inflasi yang ingin dicapai, ITF juga mengandung empat elemen utama yaitu: 1) adanya komitmen institusional terhadap kestabilan inflasi sebagai tujuan utama kebijakan moneter dengan tujuan-tujuan lain menjadi prioritas dibawahnya; 2) menggunakan berbagai macam

variabel dalam menetapkan instrumen kebijakan moneter; 3) adanya peningkatan transparansi dari strategi kebijakan moneter bank sentral; 4) adanya peningkatan akuntabilitas bank sentral.

III.3.2 Alasan Pemilihan ITF

Berdasarkan paket sosialisasi ITF yang dikeluarkan melalui situs www.bi.go.id, pemilihan kerangka kerja kebijakan moneter *inflation targeting* didasarkan atas beberapa pertimbangan sebagai berikut :

- Memenuhi prinsip-prinsip kebijakan moneter yang sehat (sound).
- Sesuai dengan amanat UU No. 23/1999 tentang Bank Indonesia sebagaimana telah diubah dengan UU No. 3/2004.
- Hasil riset menunjukkan semakin sulit pengendalian besaran moneter.
- Pengalaman empiris negara lain menunjukkan bahwa negara yang menerapkan ITF berhasil menurunkan inflasi tanpa meningkatkan volatilitas output.
- Dapat meningkatkan kredibilitas BI sebagai pengendali inflasi melalui komitmen pencapaian target.

Penerapan ITF bukan berarti bahwa bank sentral hanya menaruh perhatian pada inflasi saja, dan tidak lagi memperhatikan pertumbuhan ekonomi maupun kebijakan dan perkembangan ekonomi secara keseluruhan. Selain itu, ITF bukanlah suatu kaidah yang kaku tetapi sebagai kerangka kerja menyeluruh untuk perumusan dan pelaksanaan kebijakan moneter. Fokus ke inflasi tidak berarti membawa perekonomian kepada kondisi yang sama sekali tanpa inflasi.

Inflasi rendah dan stabil dalam jangka panjang, justru akan mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Sebab, tingkat inflasi berkorelasi positif dengan fluktuasinya. Manakala inflasi tinggi, fluktuasinya juga meningkat, sehingga masyarakat

merasa tidak pasti dengan laju inflasi yang akan terjadi di masa mendatang. Akibatnya, suku bunga jangka panjang akan meningkat karena tingginya premi risiko akibat inflasi. Perencanaan usaha menjadi lebih sulit, dan minat investasi pun menurun. Ketidakpastian inflasi ini cenderung membuat investor lebih memilih investasi asset keuangan jangka pendek ketimbang investasi riil jangka panjang. Itulah sebabnya, otoritas moneter seringkali berargumentasi bahwa kebijakan yang anti inflasi sebenarnya adalah justru kebijakan yang pro pertumbuhan.

III.3.3 Keuntungan dari Penerapan *Inflation Targeting Framework*

Menurut Hartanto (2006), keuntungan nyata dari penerapan ITF adalah semakin transparansinya kebijakan moneter. Transparansi kebijakan moneter akan meningkatkan tingkat kepercayaan pasar dan mengurangi ketidakpastian kebijakan moneter. Hal ini pada gilirannya akan membawa dampak yang sangat positif bagi perekonomian secara keseluruhan. Selain itu, penggunaan ITF dalam kebijakan moneter memiliki beberapa kelebihan yaitu:

1. Sederhana dan jelas. Penggunaan ITF dapat dipahami dengan mudah oleh publik karena kesederhanaannya apalagi tingkat pemahaman inflasi oleh masyarakat sudah cukup baik sehingga kebijakan moneter dapat dikomunikasikan dengan lebih mudah dan efektif kepada masyarakat.
2. Tidak bergantung pada hubungan yang stabil antara uang dan inflasi. Kerangka kerja yang digunakan sebelum era ITF pada umumnya adalah penargetan besaran moneter dimana penerapannya sangat bergantung pada asumsi adanya hubungan yang stabil antara uang dan inflasi padahal realitasnya sekarang sulit ditemukan hubungan yang demikian itu. ITF menjadi kerangka kerja yang lebih reliable karena tidak mendasari pada asumsi yang demikian itu.

3. Kebijakan moneter yang independen dapat okus pada kondisi domestik. Penggunaan ITF biasanya diikuti dengan penerapan rezim nilai tukar mengambang bebas sehingga bank sentral tidak perlu lagi bersusah payah mengurus nilai tukar seperti pada rezim nilai tukar tetap. Dengan demikian bank sentral dapat fokus pada kondisi domestik dalam mencapai tujuan akhir kebijakan moneter.

Berdasarkan tingkat komitmen dan kredibilitas yang dimiliki oleh bank sentral di berbagai negara, ITF dapat digolongkan ke dalam beberapa jenis yaitu:

1. *Full-fledge Inflation Targeting (FFIT)*
2. *Eclecting Inflation Targeting (EIT)*
3. *Inflation Targeting Lite (ITL)*

FFIT adalah bentuk umum dari *inflation targeting*. Negara-negara yang menganut FFIT adalah negara-negara yang memiliki bank sentral dengan kredibilitas yang sedang sampai tinggi, memiliki komitmen yang jelas dan kuat terhadap target inflasi, dan menginstitutionalkan komitmen tersebut dalam bentuk kerangka kerja moneter yang transparan yang dapat memacu akuntabilitas bank sentral. Contoh negara yang termasuk ke dalam kategori ini adalah: Brazil, Kanada, Chili, Korea, dan Thailand.

EIT adalah sebutan bagi ITF yang diterapkan oleh negara-negara yang memiliki kredibilitas yang cukup baik. Dalam artian,, bank sentral pada negara-negara ini mampu memelihara tingkat inflasi yang rendah dan stabil, tanpa disertai transparansi dan akuntabilitas yang penuh dalam menggapai target inflasinya. Negara yang menerapkan EIT antara lain: Albania, Algeria, Kroasia, Republik Dominika, Bank Sentral Eropa, dan Amerika Serikat.

ITL adalah sebutan ITF yang diterapkan oleh negara-negara yang memiliki tingkat kredibilitas bank sentral yang rendah. Bank sentral pada negara-negara tersebut tidak mampu memelihara tingkat inflasi yang rendah dan stabil seperti yang telah

ditargetkannya. Contoh negara yang menerapkannya antara lain: Indonesia, Filipina, Jepang, Singapura, Venezuela, dan Swiss.

III.4 BI Rate Sebagai Sinyal dari Respon Kebijakan Moneter

Respon kebijakan moneter ditetapkan untuk menjamin agar pergerakan inflasi dan ekonomi ke depan tetap berada pada jalur pencapaian sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Respon kebijakan moneter dinyatakan dalam kenaikan, penurunan, atau tidak berubahnya BI rate. Perubahan BI rate dilakukan secara konsisten dan bertahap. Perubahan BI rate dilakukan sebesar 25 basis points (bps). Dalam kondisi untuk menunjukkan intensi Bank Indonesia yang lebih besar terhadap pencapaian sasaran inflasi, maka perubahan BI rate dapat dilakukan lebih dari 25 bps dalam kelipatan 25 bps.

BI rate adalah suku bunga instrumen sinyaling Bank Indonesia yang ditetapkan pada RDG triwulan untuk berlaku selama triwulan berjalan, kecuali ditetapkan berbeda oleh RDG bulanan dalam triwulan yang sama. BI rate diumumkan ke publik setelah ditetapkan dalam RDG sebagai sinyal dari respon kebijakan moneter dalam merespon prospek pencapaian sasaran inflasi ke depan. BI rate digunakan sebagai acuan dalam pelaksanaan operasi pengendalian moneter untuk mengarahkan agar Rata-Rata Tertimbang Suku Bunga SBI 1 bulan hasil lelang operasi pasar terbuka (OPT) berada di sekitar BI rate.

BI rate merupakan respon bank sentral terhadap tekanan inflasi ke depan agar tetap berada pada sasaran yang telah ditetapkan. BI rate ditetapkan oleh Dewan Gubernur secara diskresi dengan mempertimbangkan dua hal. Pertama adalah rekomendasi BI rate yang dihasilkan oleh fungsi reaksi kebijakan dalam model ekonomi untuk pencapaian sasaran inflasi. Perimbangan kedua didasarkan pada berbagai informasi lainnya seperti *leading indicators*, *survei*, pendapat para ahli ekonomi, asesmen faktor resiko dan ketidakpastian serta hasil-hasil riset ekonomi dan kebijakan moneter.

Perubahan BI rate dilakukan terutama jika deviasi proyeksi inflasi terhadap targetnya (*inflation gap*) dipandang telah bersifat permanen dan konsisten dengan informasi dan indikator lainnya.

III.5 Design Sasaran Inflasi di Indonesia

Design target inflasi yang fleksibel diusulkan untuk masa transisi yang tidak berubah banyak dari kondisi saat ini. fleksibilitas tersebut tercermin dalam penentuan jenis, bentuk, level, jangka waktu sasaran dan *escape clause*.

III.5.1 Jenis

Pada saat ini, jenis inflasi yang ditetapkan masih indeks harga konsumen (IHK) yang dipadu dengan level yang relatif masih tinggi dan jangka waktu yang sesuai untuk mencapai level optimal yang lebih panjang. Pemilihan jenis inflasi IHK ini berdasarkan beberapa pertimbangan:

1. Sasaran inflasi diarahkan untuk membentuk ekspektasi inflasi masyarakat.
2. Sasaran ini sejalan dengan indikator ekspektasi inflasi yang digunakan masyarakat yaitu IHK.
3. Biro pusat statistik mempublikasikan secara rutin, sehingga akan lebih kredibel.
4. Masyarakat lebih mengenal luas sehingga akseptabilitasnya lebih tinggi.
5. Memberikan konsistensi terhadap sasaran inflasi yang telah diumumkan sebelumnya, sehingga tidak membingungkan publik, dan menjadikannya lebih akseptabel dan kredibel.

Namun demikian, pemilihan inflasi IHK ini berpotensi mengurangi kontrolabilitas BI. Guna mendapatkan pemahaman yang lebih baik tentang sumber tekanan inflasi dan tekanan inflasi itu sendiri terhadap perekonomian. Secara intern BI juga memantau

perkembangan inflasi inti dan respon kebijakan juga dilakukan terhadap inflasi. Hal ini mempertimbangkan pula karakteristik inflasi yang masih sangat terpengaruh dari sisi *supply* dan masih besarnya bobot makanan yang bersifat musiman.

III.5.2. Bentuk

Bank Indonesia menggunakan target inflasi *point* dengan deviasi sebesar +/- 1% yang tidak lain merupakan suatu rentang target dengan tetap memperhatikan adanya ketidakpastian. Digunakannya point target inflasi ini adalah untuk mengarahkan ekspektasi inflasi di masyarakat. Dalam pelaksanaannya, agar arah yang diinginkan dapat tercapai, target inflasi harus didukung secara konsisten dalam setiap publikasi BI dan juga koordinasi yang baik dengan pemerintah sebagai otoritas fiskal untuk mengarahkan inflasi ke target yang diinginkan. Kemudian, setiap akhir tahun di bulan desember akan dilakukan evaluasi dari pencapaian target point inflasi.

Adanya unsur ketidakpastian dalam penetapan target inflasi didasarkan pada adanya variabilitas dalam inflasi. Dengan karakteristik inflasi yang sangat volatil (komponen makanan dan *administered prices* yang besar), apabila target tersebut terus menerus tidak dapat dicapai, maka akan mengurangi kredibilitas BI, sehingga menimbulkan keraguan perlunya BI secara eksplisit mengumumkan target inflasi dalam *point*. Namun modifikasi dengan suatu deviasi diharapkan dapat meminimalkan kemungkinan tidak tercapainya sasaran tersebut. Memang akan sangat baik apabila BI mampu *hitting the target* yang akan meningkatkan kredibilitas, namun hal itu masih tergantung pula pada level targetnya. Apabila terlalu mudah, yang diindikasikan dengan tingginya target inflasi (misal: inflasi dua digit >10%), tentunya hal ini juga akan mengurangi kredibilitas BI.

III.5.3. Level dan Proses Disinflasi

Saat ini BI memiliki target tahunan dan *medium term* dengan pendekatan *minimum total loss* yaitu meminimalkan total variabilitas tertimbang antara inflasi dengan targetnya dan output dengan nilai potensialnya. Sasaran inflasi yang digunakan BI adalah sasaran jangka pendek dengan *medium term* 6-7%, sementara sasaran jangka panjang masih belum ditetapkan. Sementara itu ditinjau dari sisi level inflasi, BI menggunakan level inflasi yang lebih tinggi dari negara maju.

Penggunaan level inflasi yang lebih tinggi ini didasarkan pada pertimbangan bahwa perekonomian Indonesia memiliki ruang untuk tumbuh pada level inflasi yang tinggi. Sehingga, sasaran inflasi jangka panjang negara berkembang yang lebih tinggi dari rata-rata negara maju adalah wajar. Tabel 2 memperlihatkan perbandingan proses disinflasi beberapa negara. Negara berkembang seperti Brazil, Chile, dan Indonesia memiliki level inflasi yang lebih besar dari 5%, sedangkan negara maju level inflasinya berkisar antara 2-4%. Selain itu, Target inflasi negara berkembang memiliki nilai maksimal 4% sedangkan negara maju berada di kisaran 2%.

Tabel III-1. Proses Disinflasi Beberapa Negara

Negara	IT Sejak	Jenis Inflasi	Level	Target Inflasi
1. Israel	1992	<i>Headline CPI</i>	18%	3-4%
2. Brazil	1999	<i>Headline CPI</i>	8%	4%(+/-2%)
3. Chile	1991	<i>Headline CPI</i>	20%	2-4%
4. Indonesia	1999	<i>Headline CPI</i>	6-7%	2-4%
5. Finlandia	1993	<i>Core CPI</i>	2.6%	2%
6. UK	1992	<i>RPIX</i>	4.2%	2.5%
7. Spanyol	1994	<i>Headline CPI</i>	4.4%	2%
8. Swedia	1992	<i>Headline CPI</i>	4.8%	+/-1%

Sumber: Bank Indonesia

III.5.4. Jangka Waktu

Design jangka waktu masa transisi adalah sesuai yang ada saat ini yaitu pengumuman target tahunan dan medium term 5 tahun. Sejak tahun 2006, target tahunan dirubah jangka waktunya menjadi target 2 tahun sesuai dengan lag kebijakan moneter untuk dapat mempengaruhi inflasi. Pertimbangan pemilihan jangka waktu tersebut mengacu pada jangka waktu target yang ideal yakni sesuai dengan lag kebijakan moneter mempengaruhi inflasi s.d. 8 triwulan⁵. Namun demikian, untuk acuan bagi pelaku pasar, maka diperlukan pula target atau *path* tahunan. Jangka waktu target ini berpengaruh pada respon kebijakan moneter, yaitu cenderung reaktif untuk target yang berjangka waktu pendek dan respon yang lebih *smooth* apabila jangka waktunya lebih panjang.

Target yang panjang, akan memberikan ruang bagi BI untuk mengembalikan inflasi ke dalam targetnya dan semakin besar kesempatan bagi stabilisasi output. Namun apabila target yang ditetapkan terlalu panjang (lebih dari 2 tahun), maka hal ini akan mengurangi kepercayaan akan komitmen BI untuk mengembalikan inflasi ke dalam targetnya. Sebaliknya, jangka waktu yang terlalu pendek dengan *range* yang sempit dapat mengakibatkan masalah kontrolabilitas inflasi, ketidakstabilan instrumen yang digunakan BI, dan fluktuasi output yang tidak diinginkan. Oleh karena itu, untuk menghindari masalah kontrolabilitas, instabilitas instrumen dan fluktuasi output terdapat 2 jalan keluar yang dapat ditempuh yaitu dengan *escape clause* dan melebarkan deviasi target.

III.5.5 *Escape Clause*

Escape clause dapat digunakan untuk menjelaskan kejadian-kejadian dimana kebijakan moneter tidak dapat merespon kejadian tersebut baik karena kejadiannya memiliki dampak temporer terhadap inflasi ataupun kejadian yang diluar kendali

⁵ Lihat Erwin Haryono, Wahyu Agung Nugroho, dan Pratomo Wahyu. (2000). "Mekanisme pengendalian moneter dengan inflasi sebagai sasaran tunggal." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Jakarta: Bank Indonesia. Hal. 30-45.

kebijakan moneter. Oleh karena itu, klausula ini seharusnya ditentukan di muka (*ex ante*) bersamaan dengan pegumuman sasaran inflasi.

Bank Indonesia sendiri, terutama dalam masa transisi, belum pernah secara eksplisit mengumumkan *escape clause* karena adanya potensi berkurangnya kredibilitas BI akibat terlalu banyak hal yang di *escape clause*⁶. Hal yang selama ini dinyatakan BI secara eksplisit adalah beberapa asumsi, apabila asumsi tersebut tidak terpenuhi tentunya akan mempengaruhi pencapaian besaran sasaran inflasi. Asumsi-asumsi tersebut terdiri dari PDB, nilai tukar, serta hal-hal lain yang berada di luar kendali BI seperti kebijakan pemerintah di bidang upah dan harga, bencana alam besar seperti banjir dan kemarau panjang, serta kondisi fluktuatif pasar komoditi internasional yang akan mempengaruhi keseimbangan harga dalam negeri. Asumsi-asumsi ini nantinya digunakan dalam mengevaluasi pencapaian target di akhir tahun.

⁶ Lihat Bank Indonesia. (2003). *Kerangka Kerja Kebijakan Moneter Untuk Mencapai Sasaran Tunggal Inflasi Dengan Suku BUnge Sebagai Sasaran Operasional*. Hal 199.

BAB V

HASIL DAN PEMBAHASAN

V.1 Hasil Estimasi Parameter Persamaan-Persamaan Struktural

Seperti yang sudah dijelaskan pada bab sebelumnya, penentuan suku bunga optimal dengan Model Guender didapatkan dengan menggunakan koefisien dan nilai Sum Squared Residual (SSE) hasil estimasi dari persamaan strukturalnya. Persamaan struktural yang akan diestimasi adalah persamaan *IS Relation* dan *Forward Looking Phillips Curve* sebagai berikut:

$$\text{IS Relation:} \quad y_t = -\beta r_t + E_t y_{t+1} + v_t \quad (5.1)$$

$$\text{Forward Looking Phillips Curve:} \quad \pi_t = E_t \pi_{t+1} + \alpha y_t + u_t \quad (5.2)$$

Proses estimasi kedua persamaan struktural tersebut menggunakan perangkat lunak EViews 4.0 dengan mencari model terbaik yang membuat parameter kedua persamaan di atas signifikan secara statistik. Proses estimasi dalam penelitian ini dilakukan dalam dua tahap. Tahap pertama adalah untuk memperoleh nilai estimasi dari *variabel expected value* di setiap persamaan, yaitu variabel YGAPF⁸ dari persamaan *Is Relation* dan variabel CPIF⁹ dari persamaan *Forward Looking Phillips Curve*. Di tahap kedua, nilai *forecast* dari tahap pertama digunakan dalam regresi untuk mendapatkan nilai koefisien yang signifikan dan terbaik. Cara ini dilakukan untuk menghindari *model misspecification*, seperti yang terdapat pada Rudd & Whelan. Hasil estimasi kedua persamaan tersebut menggunakan EViews adalah sebagai berikut¹⁰:

⁸ Variabel ini adalah proksi dari *variabel dependent* $E_t y_{t+1}$

⁹ Variabel ini adalah proksi dari *variabel dependent* $E_t \pi_{t+1}$

¹⁰ Output Eviews dapat dilihat pada lampiran.

1. Persamaan *IS Relation*

$$\text{Tahap 1: } YGAP = 1.253496014*YGAP(-1) - 0.284337154*YGAP(-2) \quad (5.3a)$$

$$\begin{aligned} \text{Tahap 2: } \text{LOG}(\text{ABS}(YGAP-YGAPF(+1))) &= 8.621412188 + \\ &0.2345273705*(0.3*SBI) - 0.2088043877*(0.7*SBC) \end{aligned} \quad (5.3b)$$

2. Persamaan *Forward Looking Phillips Curve*

$$\text{Tahap 1: } CPI = 1.482420387*CPI(-1) - 0.4700530967*CPI(-2) \quad (5.4a)$$

$$\begin{aligned} \text{Tahap 2: } \text{LOG}(\text{ABS}(CPI-CPIF(+1))) &= 0.06522635139*\text{LOG}(YGAP) + \\ &[\text{AR}(1)=0.7627354714] \end{aligned} \quad (5.4b)$$

Dari hasil estimasi persamaan struktural di atas, ada beberapa hal yang harus diperhatikan. Pertama, dalam mengestimasi variabel $YGAPF$ dan $CPIF$, penulis menggunakan $lags(-1)$ dan $lags(-2)$ dari masing-masing variabel *dependent* di tiap persamaan. Artinya adalah, untuk persamaan *IS relation*, nilai ekspektasi dari output gap ($YGAP_t$) bisa dijelaskan oleh nilai variabel itu sendiri di periode sebelumnya dengan cara meregresi nilai variabel *output gap* dengan variabel itu sendiri di periode sebelumnya ($YGAP_{t-1}$) dan dua periode sebelumnya ($YGAP_{t-2}$). Arti yang sama juga berlaku untuk estimasi nilai ekspektasi persamaan *Phillips Curve*.

Kedua, dalam persamaan *IS relation* ada nilai pembobotan untuk suku bunga SBI sebesar 0.3 dan suku bunga kredit (SBC) sebesar 0.7. Besar bobot dari masing-masing variabel didapat dari serangkaian uji coba ekonometrika hingga didapatkan model yang paling baik, dengan nilai yang signifikan dan rasional secara intuisi ekonomi. Arti dari pembobotan ini adalah untuk memperlihatkan pengaruh yang lebih besar antara kedua jenis suku bunga tersebut terhadap perekonomian. Secara ekonomi, untuk mempengaruhi perekonomian, perubahan kebijakan moneter bank sentral melalui suku bunga harus

terlebih dahulu melalui proses mekanisme transmisi kebijakan moneter. Salah satunya adalah mempengaruhi besaran suku bunga lain seperti suku bunga tabungan, kredit, atau suku bunga instrumen investasi lain berbasis suku bunga di pasar keuangan. Bobot dari variabel SBC lebih besar karena suku bunga kredit modal kerja-lah yang secara langsung mempengaruhi pola produktivitas masyarakat yang pada akhirnya akan berpengaruh pada perubahan besar output gap.

Ketiga, transformasi logaritma digunakan untuk setiap variabel pada persamaan struktural untuk memberikan nilai estimasi varians yang seragam (homogen), serta tidak tergantung dari satuan data. Kemudian untuk menghasilkan *variance of error* yang homogen dengan persamaan lainnya, variabel inflasi yang digunakan dalam persamaan *Forward Looking Phillips Curve* adalah variabel CPI yang dilogartimkan, bukan inflasi dalam satuan persentase.

Keempat, dalam hasil estimasi persamaan *Phillips Curve* di tahap kedua, penulis menambahkan variabel AR(1) untuk mendapatkan model terbaik yang signifikan. Model *autoregressive* berasumsi bahwa nilai variabel saat ini (Y_t) adalah rata-rata tertimbang (weighted average) dari nilai-nilai variabel tersebut di masa lalu (Y_{t-1}) ditambah dengan random error. Koefisien untuk YGAP bisa didapat dengan sedikit pengolahan matematis persamaan AR yang disesuaikan dengan persamaan *Phillips Curve*. Persamaan AR secara matematis dapat ditulis:

$$(Y_t - \delta) = \alpha_1(Y_{t-1} - \delta) + u_t \quad (5.5a)$$

$$Y_t = \delta + \alpha_1(Y_{t-1} - \delta) + u_t \quad (5.5b)$$

$$Y_t = \delta - \alpha_1\delta Y_{t-1} + u_t \quad (5.5c)$$

Parameter δ adalah nilai konstanta yang didapat dari regresi menggunakan AR(1) dan α_1 adalah konstanta dari variabel AR(1). Dengan mengasumsikan nilai *error* sama dengan $u_t = 0$ dan dengan memasukkan nilai parameter persamaan (5.4b), dimana $\delta = 0.06522635139$, dan $\alpha_1 = 0.7627354714$ maka persamaan (5.5c) dapat ditulis kembali sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{LOG}(\text{ABS}(\text{CPI}-\text{CPI}(\text{+1}))) &= 0.06522635139 - \\ &0.7627354714 * 0.06522635139 \text{LOG}(\text{YGAP}) \\ \text{LOG}(\text{ABS}(\text{CPI}-\text{CPI}(\text{+1}))) &= 0.0155 \text{LOG}(\text{YGAP}) \end{aligned} \quad (5.6)$$

Setelah estimasi persamaan dilakukan, maka kita dapat menggunakan parameter dari tiap persamaan untuk analisa lebih lanjut. Nilai estimasi parameter dari kedua persamaan struktural dapat dilihat di Tabel V-1.

Tabel V-1. Nilai Estimasi Parameter Persamaan Struktural

Parameter	Nilai	Keterangan
β	0.235	Koefisien suku bunga pada persamaan <i>IS relation</i>
a	0.0155	Koefisien <i>output gap</i> pada persamaan <i>Phillips Curve</i>
Se_v	95.35	SSE dari persamaan IS Relation
Se_u	16.95	SSE dari persamaan Phillips Curve
σ_{vt}^2	1.402206	Nilai <i>variance of error</i> dari persamaan <i>IS Relation</i>
σ_{ut}^2	0.249265	Nilai <i>variance of error</i> dari persamaan Phillips Curve

Nilai SSE dari masing-masing persamaan pada tabel V-1 digunakan untuk mengestimasi *variance of error term* masing-masing persamaan struktural dengan membaginya dengan *degree of freedom*, atau bisa ditulis dalam persamaan: *Variance of Error Term* = SSE / (n-d), dimana, n = Banyaknya observasi dan d = banyaknya parameter yang diestimasi.

Estimasi parameter-parameter maupun *variance of errors* kemudian digunakan untuk menghitung nilai λ^* ¹¹, yang merupakan parameter bagi *instrument rule*: $r_t = \bar{r} + \lambda(\pi_t - \pi^T)$, dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$\lambda^* = \frac{\alpha}{\beta} \left[\mu + (1 + \mu\alpha^2) \frac{\sigma_v^2}{\sigma_u^2} \right] \quad (5.7)$$

Dengan mengasumsikan nilai $\mu = 1$, yang menunjukkan bahwa bank sentral memberikan bobot yang sama antara stabilitas output dan stabilitas inflasi, nilai yang diperoleh dari proses estimasi ini adalah $\lambda^* = 0.436$. Dengan demikian *instrument rule* yang dapat digunakan sebagai arah kebijakan moneter Indonesia berdasarkan data 1990-2007 adalah:

$$r_t = \bar{r} + 0.436(\pi_t - \pi^T) \quad (5.8)$$

Persamaan ini menunjukkan bahwa ada penyesuaian tambahan sekitar 43.6% dari perbedaan target inflasi dengan inflasi aktual, bagi tingkat suku bunga optimal. Semakin tinggi perbedaan antara inflasi aktual dengan target inflasi, maka semakin besar pula gap antara tingkat suku bunga jangka panjang dengan tingkat suku bunga optimal yang seharusnya digunakan oleh otoritas moneter.

Pada akhirnya, dari keseluruhan proses estimasi ini kita bisa melakukan estimasi berapa besar suku bunga optimal yang seharusnya diterapkan bank sentral. Misalnya, sepanjang semester pertama tahun 2008 BI sudah meningkatkan BI rate dua kali sebesar 50 basis poin, yaitu pada bulan Mei dari 8% ke 8.25% dan bulan Juni dari 8.25% ke 8.5%. Peningkatan BI rate ini terutama disebabkan tekanan inflasi yang terus meningkat dengan kenaikan harga komoditi pangan dan BBM sebagai penyumbang terbesar kenaikan inflasi. Jika kita mengikuti *instrument rule* yang telah dihasilkan di atas, dan mengasumsikan bahwa BI memberikan bobot yang sama antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi, serta target inflasi adalah sebesar 6.5%. Maka, BI harusnya menetapkan tingkat suku bunga

¹¹ λ = Parameter yang menunjukkan pengaruh gap inflasi aktual dengan target inflasi terhadap perbedaan tingkat suku bunga optimal

yang lebih tinggi sebesar 9.07% di bulan Mei dan 9.94% di bulan Juni, seperti yang ditunjukkan di tabel V-2.

Tabel V-2. Nilai Suku Bunga Optimal Berdasarkan *Instrument Rule*, Januari-Juni 2008

Bulan	Inflasi Target	Inflasi Aktual	r –periode lalu	r – Optimal
Januari	6.5	6.59	8	8.039261
Februari	6.5	7.36	8	8.375162
Maret	6.5	7.4	8	8.392612
April	6.5	8.17	8	8.728513
Mei	6.5	8.96	8	9.073139
Juni	6.5	10.38	8.25	9.942593

Perlu diingat, *instrument rule* yang ditunjukkan pada persamaan (5.8) di atas menekankan pada pentingnya pencapaian target inflasi. Apabila gap antara inflasi aktual dengan inflasi target diperkecil maka besar penambahan nilai suku bunga optimal juga akan berkurang. Jadi, dengan asumsi yang sama, kenaikan BI rate hanya akan mendorong penambahan nilai suku bunga optimal akibat besarnya gap inflasi aktual dengan target. Agar lebih rasional, kita bisa sedikit memanipulasi persamaan *instrument rule* untuk mengubah arah analisa kita untuk mencari target inflasi yang seharusnya diterapkan. Sehingga, untuk bulan Mei dan Juni 2008 kita bisa menyusun nilai baru untuk target inflasi yang disajikan di tabel V-3 sebagai berikut:

Tabel V-3. Nilai Inflasi Target Optimal Berdasarkan *Instrument Rule*

Bulan	r – Optimal	r –periode lalu	Inflasi Aktual	Inflasi Target
Mei	8.25	8	8.96	8.39
Juni	8.5	8.25	10.38	9.81

Tabel V-3 dapat dibaca sebagai berikut, apabila kita mengasumsikan bahwa kebijakan kenaikan suku bunga yang diambil oleh Bank Indonesia saat ini sudah optimal, *instrument rule* tersebut memberikan peluang bagi inflasi aktual untuk lebih tinggi sekitar 0.57% daripada target inflasi. Dapat pula dikatakan bahwa, kenaikan suku bunga 25 basis point yang dilakukan oleh BI hanya mungkin menurunkan inflasi sebesar 0.57%.

Dengan demikian target inflasi di bulan Juni berdasarkan *instrument rule* ini akan berada pada level 9.8%, sangat jauh dari level yang ditetapkan saat ini, yaitu sebesar $5\% \pm 1\%$. Apabila BI secara konsisten ingin mengejar target inflasi di sekitar 6%, maka berdasarkan *instrument rule*, BI harus meningkatkan BI rate hingga di level 10%.

V.2 Simulasi

Pada bagian ini, akan ada dua simulasi yang dilakukan. Simulasi pertama adalah untuk menjelaskan pentingnya fokus bank sentral dalam menetapkan tujuannya. Apakah bank sentral fokus kepada stabilitas output atau stabilitas inflasi. Simulasi kedua bertujuan untuk melakukan *review* secara historis untuk membandingkan antara BI rate yang ditetapkan selama ini, dengan tingkat suku bunga optimal berdasarkan *instrument rule* pada persamaan di atas.

Simulasi pada bagian ini akan menggunakan data bulanan inflasi (%) dan BI rate dari bulan Agustus 2005 hingga Mei 2008. Alasannya adalah pada bulan Juli 2005, Bank Indonesia mulai menggunakan kerangka kebijakan moneter baru yaitu *Inflation Targeting Framework* (ITF). Kerangka kebijakan ini yang ditandai dengan pengumuman BI rate oleh BI serta pengumuman target inflasi dan target pertumbuhan yang dikeluarkan pemerintah setelah berkordinasi dengan BI. Dengan demikian, interval periode yang digunakan adalah dari sejak pengumuman BI rate pertama kali (9 Agustus 2005) hingga saat penyusunan tulisan ini dibuat (Mei 2008).

Selain itu, hal lain yang harus diperhatikan dalam simulasi ini adalah target pencapaian inflasi yang dikeluarkan pemerintah dan BI sesungguhnya berbeda untuk setiap tahunnya. Namun untuk kemudahan analisa, asumsi yang digunakan untuk target inflasi adalah 6.5%.

5.2.1 Peranan Fokus Bank Sentral dalam Pengendalian Inflasi

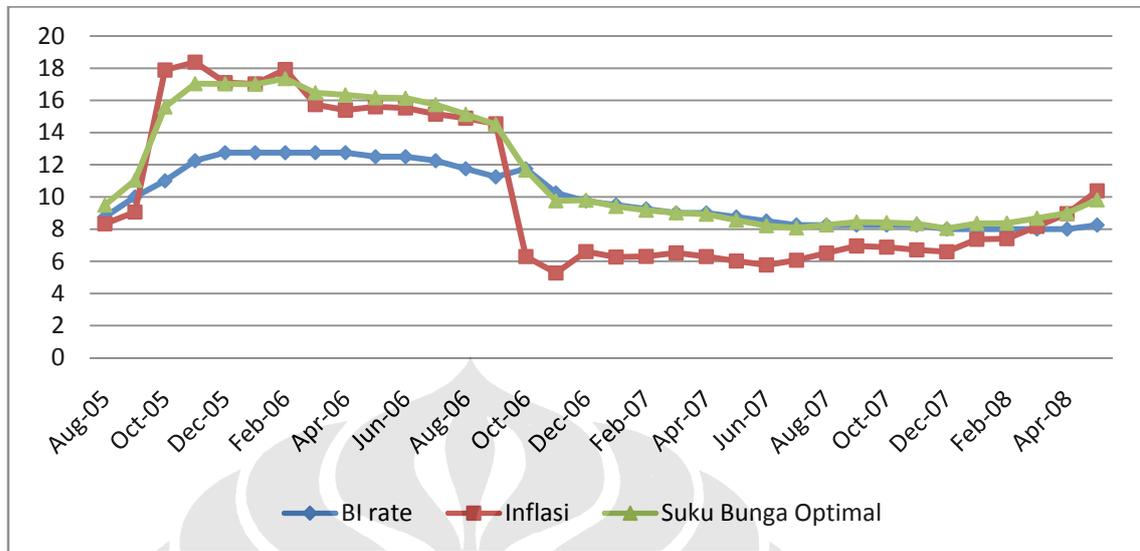
Konsentrasi bank sentral pada tujuannya ditunjukkan oleh parameter μ ¹² pada fungsi objektif $L = V(Y_t) + \mu V(\pi_t)$. Pada persamaan (5.8), penulis menggunakan asumsi bahwa nilai $\mu=1$, yang menunjukkan bahwa bank sentral memberikan bobot yang sama antara stabilitas output dan stabilitas inflasi. Oleh karena itu, pada bagian ini penulis akan melepaskan asumsi tersebut dengan melakukan simulasi terhadap tiga kondisi. Pertama, sama dengan asumsi awal, yaitu bank sentral memberikan bobot perhatian yang sama besar terhadap stabilitas output dan stabilitas inflasi ($\mu=1$). Kedua, bank sentral memberikan bobot perhatian yang lebih besar kepada stabilitas output daripada stabilitas inflasi ($\mu=0.5$). Ketiga, bank sentral memberikan bobot perhatian yang lebih besar kepada stabilitas inflasi daripada stabilitas output ($\mu=2$).

Pada kondisi pertama, fungsi *instrument rule* dengan nilai $\mu=1$ sudah didapatkan dalam persamaan (5.8). Untuk memberikan gambaran yang lebih baik, Gambar 5.1 memperlihatkan pergerakan suku bunga optimal dari *instrument rule* yang terbentuk pada saat bank sentral memberikan bobot yang sama antara stabilitas output dan stabilitas inflasi. Dalam Gambar V-1 terlihat jelas pada interval November 2005 – September 2006, di saat nilai inflasi lebih tinggi dari nilai BI rate, maka suku bunga optimal akan bergerak menjauhi suku bunga aktualnya. Nilai suku bunga optimal akan mendekati nilai BI rate pada saat level inflasi berada di sekitar 6% seperti yang diperlihatkan di pergerakan grafik pada interval Oktober 2006 - Januari 2008.

¹² μ = parameter yang menunjukkan besaran perhatian bank sentral terhadap pengendalian inflasi. Semakin tinggi nilai parameter ini menunjukkan bahwa bank sentral semakin berorientasi kepada pengendalian inflasi dibandingkan pengendalian ekonomi.

Gambar V-1. Inflasi, BI Rate, dan Tingkat Suku Bunga Optimal Berdasarkan Target

Inflasi 6.5% y-o-y dengan Nilai $\mu=1$



Perlu diperhatikan juga bahwa yang menjadi perhatian utama dalam Gambar (V-1) adalah pada pergerakan nilai suku bunga optimalnya. Variabel lain yaitu inflasi dan BI rate tidak bisa diolah karena merupakan data yang mencerminkan kondisi sebenarnya dari perekonomian. Dengan kata lain, perubahan nilai μ hanya akan merubah struktur suku bunga optimal yang bisa diperoleh dengan instrument rule. Oleh karena itu, analisa selanjutnya akan menggunakan kondisi $\mu=1$ sebagai acuan untuk membahas kondisi lain.

Pada simulasi kondisi bobot perhatian bank sentral untuk stabilitas output lebih besar daripada stabilitas inflasi atau nilai $\mu = 0.5$, kita dapat mengganti nilai μ pada persamaan (5.7) sehingga didapatkan bentuk persamaan *instrument rule* yang baru dengan nilai $\lambda^*=0.40$. Dengan demikian persamaan *instrumen rule* yang baru adalah:

$$r_t = \bar{r} + 0.40(\pi_t - \pi^T) \tag{5.9}$$

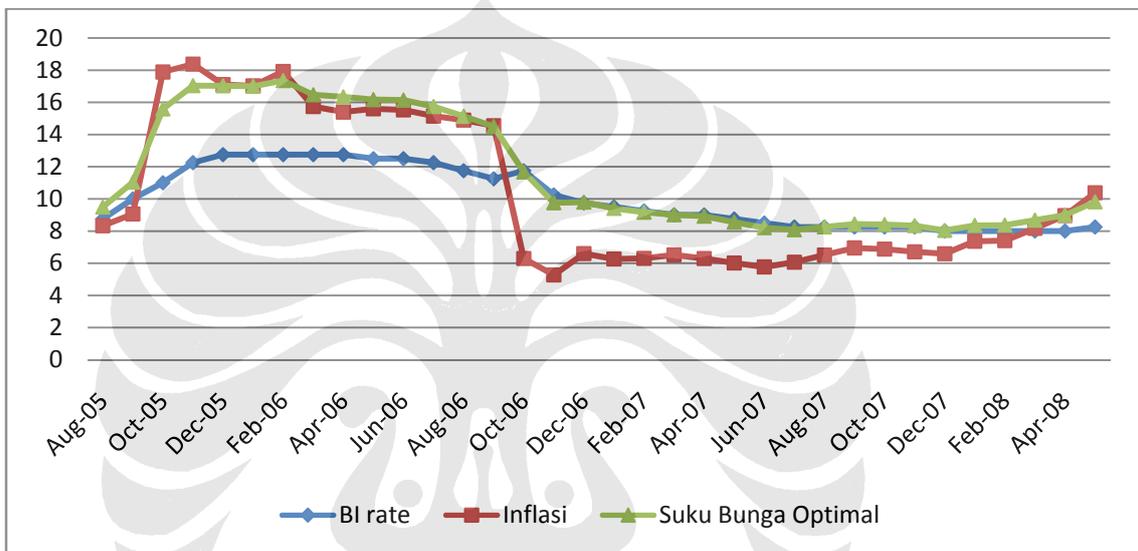
Persamaan (5.9) menunjukkan bahwa nilai λ pada kondisi ini lebih rendah daripada nilai λ di kondisi pertama. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin rendah perhatian bank sentral terhadap stabilitas inflasi, maka semakin kecil proporsi dari perbedaan target inflasi

terhadap inflasi aktual berperan pada tingkat suku bunga optimal. Pergerakan suku bunga optimal pada kondisi ini dapat dilihat pada Gambar (V-2).

Perhatikan bahwa dalam Gambar (V.2) pola pergerakan garis suku bunga optimalnya hampir sama dengan kondisi satu. Yang menjadi perbedaan adalah posisi suku bunga optimal yang lebih rendah dari kondisi pertama.

Gambar V-2 Inflasi, BI Rate, dan Tingkat Suku Bunga Optimal Berdasarkan Target

Inflasi 6.5% y-o-y dengan Nilai $\mu=0.5$



Pada simulasi kondisi ketiga, yaitu pada saat bobot perhatian bank sentral untuk stabilitas inflasi lebih besar daripada stabilitas output atau nilai $\mu = 0.5$, kita dapat melakukan langkah yang sama dengan kondisi kedua untuk mendapat nilai λ^* . Dengan demikian persamaan *instrumen rule* yang baru adalah:

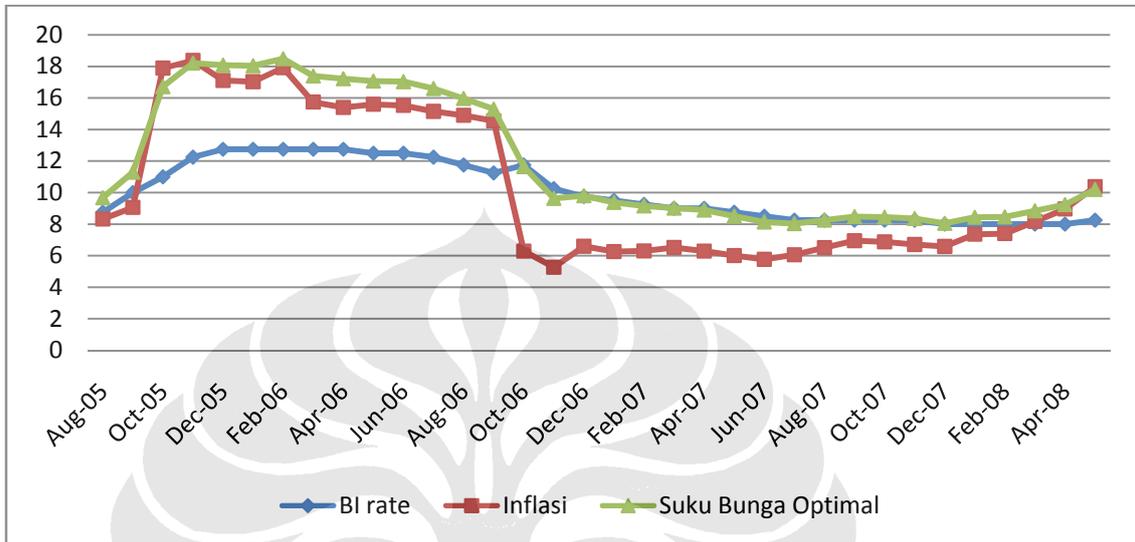
$$r_t = \bar{r} + 0.50(\pi_t - \pi^T) \tag{5.10}$$

Persamaan (5.10) menunjukkan bahwa nilai λ pada kondisi ini lebih tinggi daripada nilai λ di kondisi pertama. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi perhatian bank sentral terhadap stabilitas inflasi, maka semakin kecil proporsi dari perbedaan target inflasi

terhadap inflasi aktual berperan pada tingkat suku bunga optimal. Pergerakan suku bunga optimal pada kondisi ini dapat dilihat pada Gambar (V-3).

Gambar V-3. Inflasi, BI Rate, dan Tingkat Suku Bunga Optimal Berdasarkan Target

Inflasi 6.5% y-o-y dengan Nilai $\mu=2$



Pada Gambar (V-3), dengan pola pergerakan yang sama, nilai suku bunga optimal untuk kondisi ini adalah yang paling tinggi dibandingkan kondisi lain. Jadi, terbukti bahwa apabila Bank Indonesia secara konsisten ingin melaksanakan *Inflation Targeting Framework* dengan memberikan bobot perhatian yang lebih besar kepada stabilitas inflasi daripada stabilitas output, bank sentral harus lebih reaktif terhadap perubahan inflasi. Semakin tinggi inflasi, BI seharusnya menetapkan tingkat BI rate yang lebih tinggi juga untuk mencapai target inflasi yang diinginkan.

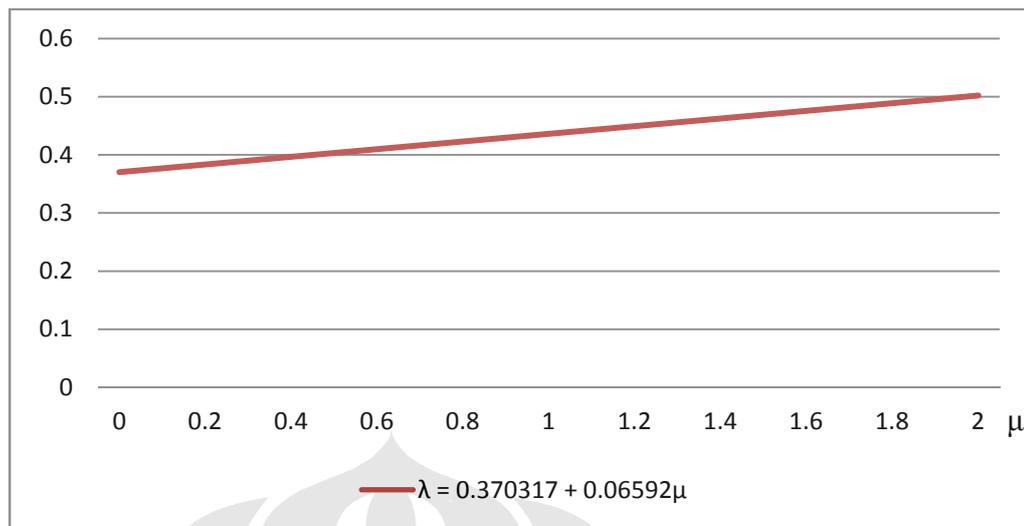
Untuk memudahkan perbandingan tiga kondisi ini, Tabel (V-4) memperlihatkan perbedaan pergerakan suku bunga optimal di tiga kondisi yang berbeda dari bulan Januari 2007 hingga bulan Mei 2008. Dari Tabel (V-4) ini jelas tertangkap bahwa semakin tinggi bobot perhatian bank sentral terhadap inflasi, semakin besar pula simpangan suku bunga optimal yang seharusnya diterapkan bank sentral untuk mengarahkan inflasi ke target yang diinginkan.

Tabel V-4. Rangkuman Nilai BI Rate dan Suku Bunga Optimal dengan Bobot Perhatian yang Berbeda terhadap Inflasi. (Januari 2007-Mei 2008)

	BI Rate	r-optimal ($\mu=0.5$)	r-optimal ($\mu=1$)	r-optimal ($\mu=2$)
Jan-07	9.5	9.40	9.40	9.38
Feb-07	9.25	9.17	9.16	9.15
Mar-07	9	9.01	9.01	9.01
Apr-07	9	8.92	8.91	8.89
Mei-07	8.75	8.55	8.54	8.50
Jun-07	8.5	8.21	8.18	8.13
Jul-07	8.25	8.07	8.06	8.03
Aug-07	8.25	8.25	8.25	8.26
Sep-07	8.25	8.43	8.45	8.48
Oct-07	8.25	8.40	8.42	8.44
Nov-07	8.25	8.33	8.34	8.36
Dec-07	8	8.04	8.04	8.05
Jan-08	8	8.35	8.38	8.43
Feb-08	8	8.36	8.39	8.45
Mar-08	8	8.67	8.73	8.84
Apr-08	8	8.99	9.07	9.24
Mei-08	8.25	9.81	9.94	10.20

Untuk menambah alat analisis yang digunakan dalam simulasi ini, kita bisa membentuk garis regresi antara nilai lambda dengan miu yang menghasilkan hubungan linear antara kedua parameter seperti yang digambarkan di Gambar (V-4). Gambar (V-4) juga dapat diartikan secara verbal bahwa semakin tinggi besar perhatian bank sentral terhadap stabilitas inflasi, maka semakin besar proporsi dari perbedaan target inflasi terhadap inflasi aktual berperan pada tingkat suku bunga optimal. Artinya, semakin tinggi bank sentral harus menetapkan suku bunga acuan, apabila ingin target inflasi tercapai. Semakin tinggi perbedaan antara target inflasi dengan inflasi aktual, tentu akan semakin memberatkan bank sentral karena harus menetapkan tingkat suku bunga acuan yang lebih tinggi.

Gambar V-4 Hubungan Linear Parameter μ terhadap λ



Sedangkan secara empiris, Gambar (V-4) menunjukkan hasil regresi sederhana yang akan menghasilkan persamaan dengan nilai konstanta sebesar 0.370317. Nilai konstanta yang cukup tinggi ini amat tergantung pada parameter-parameter hasil estimasi persamaan struktural pada bagian awal bab ini. Sedangkan arti dari koefisien μ adalah setiap kenaikan μ sebesar satu satuan, nilai λ akan meningkat sebesar 0.06592. Perlu diingat bahwa dikarenakan nilai μ meningkat dengan satuan 0.1, maka peningkatan nilai λ yang riil setiap penambahan 0.1 satuan μ adalah sebesar 0.006592 atau 0.6%. Jadi secara keseluruhan pengaruh kenaikan bobot perhatian bank sentral terhadap stabilitas inflasi tidak terlalu besar, hanya sebesar 0.6%.

Terakhir, ada hal menarik lain yang bisa didapat dari simulasi ini. Walaupun terbukti peningkatan nilai μ akan meningkatkan nilai suku bunga optimal, kita bisa melihat dalam grafik-grafik di simulasi ini bahwa BI rate tidak terlalu reaktif terhadap perubahan nilai inflasi. Artinya, apabila inflasi meningkat lebih tinggi daripada BI rate, seharusnya BI menetapkan nilai BI rate di periode selanjutnya yang secara proporsional lebih tinggi dari BI rate actual untuk mengarahkan level inflasi ke target yang diinginkan. Dengan

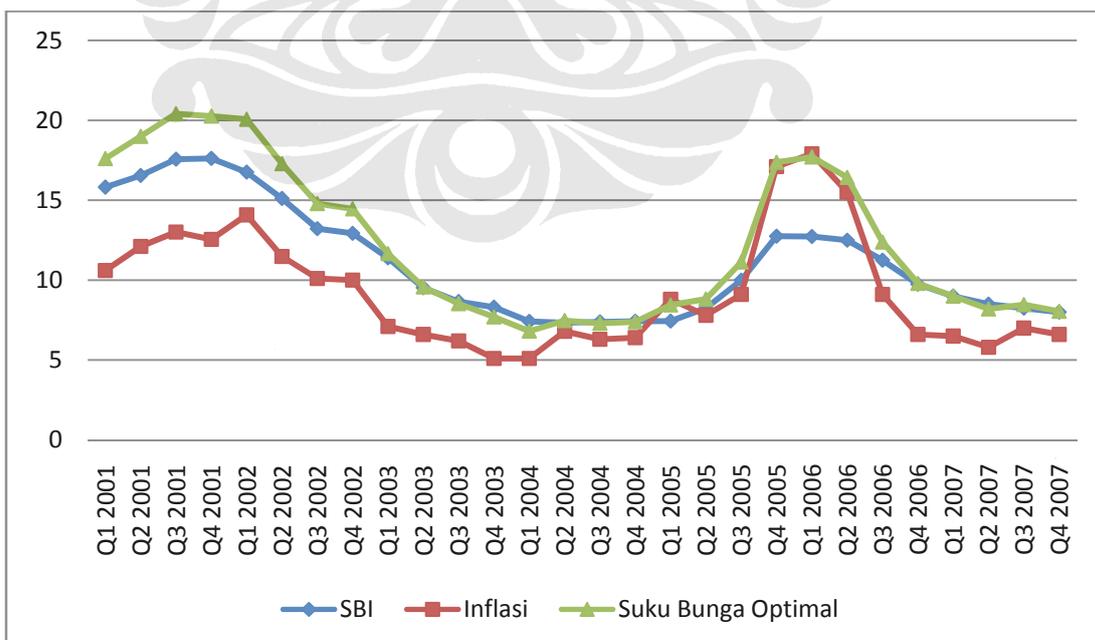
demikian, dapat disimpulkan bahwa dalam era ITF ini, BI secara empiris masih belum memberikan perhatian yang lebih besar terhadap stabilitas inflasi.

V.2.1. Review Terhadap Penetapan BI Rate

Pada bagian ini, penulis ingin menunjukkan simulasi antara suku bunga acuan (SBI), suku bunga optimal berdasarkan *instrument rule* yang telah dibentuk, dan inflasi aktual. Analisa pada bagian ini diarahkan dalam periode sebelum dan setelah diterapkannya *Inflation Targeting Framework* yang ditandai dengan diumumkannya BI rate pada tanggal 9 Agustus 2005. Dengan menggunakan asumsi bahwa bank sentral memberikan bobot yang sama antara stabilitas output dan stabilitas inflasi ($\mu=1$) serta target inflasi adalah sebesar 6.5%, hasil simulasi ditunjukkan oleh Gambar (V-5). Secara umum, Gambar (V-5) menunjukkan bahwa, semakin tinggi inflasi, maka semakin jauh suku bunga acuan dengan suku bunga optimalnya.

Gambar V-5. Inflasi, BI Rate, dan Tingkat Suku Bunga Optimal Berdasarkan Target

Inflasi 6.5% y-o-y Periode 2001:Q1 – 2007:Q4



Untuk periode sebelum ITF, dari Gambar (V-5) terlihat bahwa dari tahun 2001 hingga akhir tahun 2003, inflasi Indonesia berada pada level yang cukup tinggi, yaitu lebih dari 10%. Hal ini terutama disebabkan oleh masih belum pulihnya perekonomian Indonesia akibat krisis ekonomi dan juga adanya kenaikan harga BBM yang mendorong terjadinya *cost push inflation*. Pada periode tersebut suku bunga SBI sebagai acuan juga berada pada level yang tinggi. Namun terlihat dalam grafik nilai suku bunga optimal masih lebih tinggi dari suku bunga acuan yang ditetapkan BI. Hal ini berarti bahwa bank sentral seharusnya menetapkan tingkat suku bunga yang lebih tinggi lagi hingga nilai optimalnya bila ingin target inflasi tercapai. Sedangkan untuk tahun 2004 hingga kuartal ketiga tahun 2005, nilai suku bunga optimal relatif tidak berbeda jauh dengan suku bunga acuan. Hal ini dikarenakan pada periode tersebut nilai inflasi berada di level satu digit sehingga gap antara inflasi aktual dengan inflasi target tidak besar.

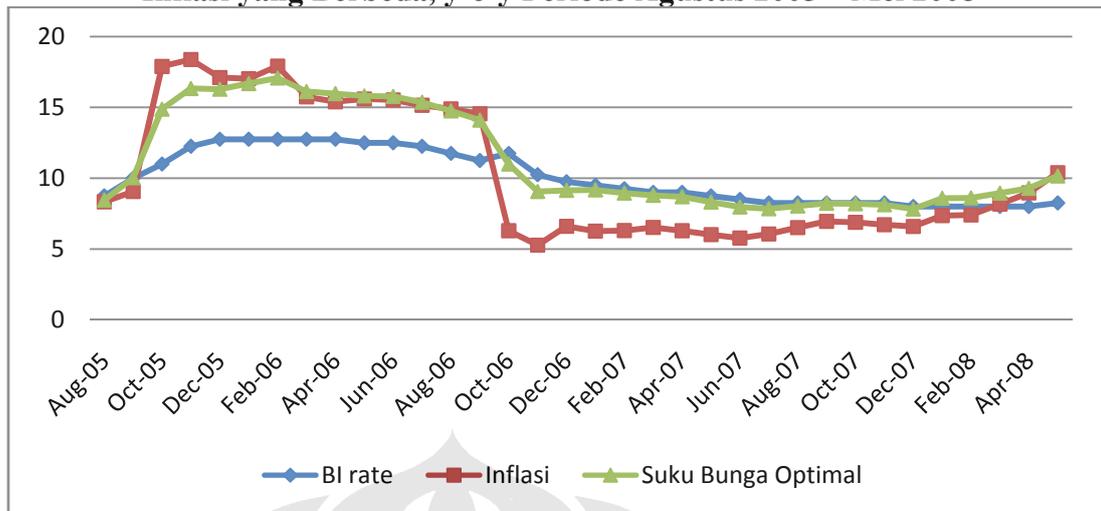
Setelah ITF diberlakukan pada 9 Agustus 2005, bank sentral langsung menghadapi lonjakan inflasi yang besar di kuartal empat tahun 2005. Lonjakan inflasi hingga 17.1% ini terutama disebabkan meningkatnya harga minyak dunia yang berimplikasi pada meningkatnya harga BBM hingga lebih dari 100% untuk jenis tertentu. Selama interval kuartal empat tahun 2005 hingga kuartal ketiga tahun 2006, Indonesia kembali mengalami nilai inflasi yang tinggi di atas 10%. Namun, tingkat suku bunga SBI sangat jauh dari suku bunga optimal yang seharusnya ditetapkan tidak jauh dari level inflasi. Sedangkan untuk kuartal empat tahun 2006 hingga kuartal empat tahun 2007 nilai inflasi aktual relatif dekat dengan inflasi target dalam interval nilai 6%-7%. Hal ini akan mendorong nilai suku bunga SBI untuk mendekati suku bunga optimalnya.

Analisa grafis di atas selama periode 2001-2007, menghasilkan dua kesimpulan utama mengenai perbandingan periode sebelum dan sesudah ITF diberlakukan. Pertama, ternyata ada siklus yang hampir sama dimana selama beberapa periode nilai inflasi cukup tinggi sehingga nilai suku bunga optimal lebih tinggi dari suku bunga SBI, kemudian beberapa periode selanjutnya nilai inflasi relatif dekat dengan target sehingga nilai suku bunga optimalnya tidak jauh dengan nilai suku bunga optimal. Kedua, sebelum ITF diberlakukan, diperlukan delapan kuartal (2001:Q1–2002:Q4) untuk menurunkan nilai inflasi hingga mendekati nilai target. Sedangkan setelah ITF diberlakukan, hanya diperlukan empat kuartal (2005:Q4–2006:Q3) untuk menurunkan level inflasi dari level dua digit hingga mendekati inflasi target di sekitar 6%-7%. Sehingga, bisa disimpulkan bahwa setelah ITF diberlakukan, Bank Indonesia dapat lebih baik dan lebih cepat dalam mengontrol fluktuasi laju inflasi yang terjadi di Indonesia.

Untuk mengembangkan analisa dalam melakukan review terhadap penetapan BI rate, penulis mencoba merubah asumsi inflasi target untuk kemudian disimulasikan. Dengan menggunakan data bulanan dari agustus 2005 hingga mei 2008, inflasi target diubah menjadi 9% untuk tahun 2005, 8% untuk tahun 2006, 7% untuk tahun 2007, dan 6% untuk tahun 2008. Dasar perubahan asumsi ini adalah target inflasi dengan deviasi tertinggi yang secara resmi dikeluarkan BI untuk tahun tiap tahun tersebut¹³. Simulasi dengan perubahan asumsi ini disajikan dalam gambar (V-6).

¹³ Untuk tahun 2005= ±8%, 2006= ±7%, 2007= ±6%, 2008 = ±5%.

Gambar V-6. Inflasi, BI Rate, dan Tingkat Suku Bunga Optimal dengan Target Inflasi yang Berbeda, y-o-y Periode Agustus 2005 – Mei 2008



Bila kita membandingkan Gambar (V-6) dengan Gambar (V-2) yang mengasumsikan inflasi target 6.5%, pergerakan garis suku bunga optimal tidak terlalu jauh berbeda. Pada saat level inflasi lebih tinggi dari BI rate, penetapan BI rate masih jauh dari suku bunga optimal. Walaupun begitu, secara target, di akhir tahun 2006 dan 2007 BI dan pemerintah mampu mencapai target inflasi *year on year* di level 6%-7%. Hal ini menunjukkan dalam periode tersebut, secara konsisten BI mampu mengendalikan laju inflasi dengan penetapan BI rate yang mendekati suku bunga optimalnya.

Namun perlu diperhatikan juga bahwa sepanjang tahun 2007, hampir tidak ada *shock* terhadap perekonomian yang menekan inflasi menjadi tinggi. Apabila terjadi *shock* seperti kasus di akhir tahun 2005 dan awal 2008 dimana terjadi kenaikan harga BBM, penetapan BI rate menjadi tidak sesuai dengan tingkat optimalnya. Artinya, setiap terjadi *shock* dalam perekonomian, penetapan BI rate tidak reaktif untuk meredam laju inflasi. Akibatnya, setiap ada *shock*, BI akan kesulitan atau memerlukan waktu lebih panjang untuk mengembalikan inflasi aktual ke level targetnya.

Untuk itu, diperlukan penetapan target inflasi yang sifatnya fleksibel yang sesuai dengan kondisi perekonomian dan perkembangan zaman. Di saat inflasi aktual sangat jauh berbeda dengan inflasi target, Pemerintah dan Bank Indonesia harus memikirkan target inflasi yang lebih tinggi, sebelum kembali kepada target inflasi semula. Semakin jauh inflasi aktual dari inflasi target, maka semakin lemah kredibilitas BI dalam mengontrol laju inflasi.

