
STRATEGI KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Sriyono

(Program Pascasarjana Manajemen-Universitas Muhammadiyah Sidoarjo,
Jln. Mojopahit 666 B Sidoarjo,
email: sriyonosriyono128@gmail.com)

ABSTRAK

Kebijakan moneter pada umumnya adalah suatu kebijakan untuk mencapai stabilitas ekonomi makro, seperti halnya stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi serta tersedianya lapangan kerja. Semua sasaran tersebut sangat sulit dilaksanakan karena timbulnya *trade off* antara variabel-variabel tersebut. Indonesia setelah terjadinya krisis moneter merubah strategi kebijakan moneternya dengan menggunakan kerangka inflasi targeting. Selama penerapan strategi kebijakan tersebut ternyata tingkat keberhasilannya belum memuaskan sehingga perlu dikaji kembali apakah strategi yang digunakan sudah cukup sesuai dengan kondisi perekonomian di Indonesia.

Kata kunci: kebijakan moneter, stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi

MONETARY POLICY STRATEGY IN INDONESIA

ABSTRACT

Generally, monetary policy was a policy to achieve macroeconomic stability, as price stability, economic growth and the availability of employment. All target was difficult be executed because the tradeoff between variables. Indonesia after the monetary crisis changes its strategy of monetary policy by using the framework of targeting inflation. During the implementation of the policy strategy, the level of success was not satisfying so it needed to be reviewed whether the strategy used appropriate according to economic conditions in Indonesia.

Keywords: monetary policy, price stability, economic growth

PENDAHULUAN

Saat krisis ekonomi yang menimpa Indonesia antara tahun 1997-1998 merupakan guncangan berat terhadap perekonomian khususnya nilai tukar yang mengubah keseimbangan dinamis perekonomian nasional. Untuk itu, perlu dilakukan pengelolaan moneter yang lebih baik dalam mengantisipasi kemungkinan terulangnya krisis tersebut. Karenanya, pemahaman yang lebih baik mengenai kebijakan moneter serta mekanisme transmisi moneter dan konsekuensinya terhadap keterbatasan kebijakan moneter menjadi suatu kebutuhan yang akan bermanfaat.

Kebijakan moneter adalah salah satu elemen kebijakan ekonomi tidak terlepas dari kesulitan yang dalam mengakomodasi berbagai sasaran kebijakan secara serentak. Kesulitan tersebut telah berlangsung sejak periode sebelum krisis dan akhirnya berdampak negatif terhadap kondisi fundamental ekonomi makro, di mana sebelumnya kondisi makroekonomi berdasarkan hasil pengamatan dianggap cukup kuat ternyata tidaklah sekuat yang diyakini semula.

Sebagai salah satu instrumen kebijakan ekonomi makro, kebijakan moneter memiliki peran yang sangat penting dalam penyelesaian krisis ekonomi yang sedang terjadi di Indonesia. Apalagi mengingat bahwa krisis ini telah berkembang menjadi fenomena yang dikenal sebagai *financial distress*, yaitu proses demonetisasi berupa penurunan permintaan akan likuiditas perekonomian sebagai akibat meningkatnya permintaan akan uang kartal. Apabila dibiarkan terus berlanjut, proses ini akan menimbulkan dampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Pemicu terjadinya fenomena *flight to currency* yang begitu tiba-tiba adalah ketidakpastian nilai tukar rupiah (McNelis, 1988). Oleh karena itu, upaya pemulihan ekonomi sangat tergantung kepada ketepatan strategi kebijakan moneter yang diambil, khususnya dalam rangka mengembalikan kepastian nilai tukar.

Strategi kebijakan moneter merupakan bagian dari kebijakan makro yang bertujuan untuk mengendalikan stabilitas nilai mata uang. Apabila stabilitas kegiatan ekonomi terganggu, maka salah satu kebijakan yang bisa digunakan adalah kebijakan moneter untuk memulihkannya dengan serangkaian tindakan stabilisasi. Ada beberapa penyebab kegagalan dalam pengendalian stabilitas nilai uang yaitu adanya ketidakstabilan pengganda uang (*money multiplier*), velositas jumlah uang yang beredar (*velocity of money*) sampai dengan perubahan paradigma mekanisme transmisi kebijakan moner.

Kebijakan moneter suatu bank sentral atau otoritas moneter dimaksudkan untuk mempengaruhi kegiatan ekonomi riil dan harga melalui mekanisme transmisi yang terjadi. Untuk itu, otoritas moneter harus memiliki pemahaman

yang jelas tentang mekanisme transmisi di negaranya. Mekanisme transmisi kebijakan moneter dapat bekerja melalui berbagai saluran, seperti suku bunga, agregat moneter, kredit, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi (Warjiyo dan Agung, 2002). Sehingga, pemahaman tentang transmisi kebijakan moneter menjadi kunci agar dapat mengarahkan kebijakan moneter untuk mempengaruhi arah perkembangan ekonomi riil dan harga di masa yang akan datang.

Paradigma baru ini telah ditegaskan dalam UU No. 23 Tahun 1999 dan amandemen UU No. 3 Tahun 2004 sebagai landasan penerapan kerangka kerja infasi *targeting* di Indonesia. Kerangka kerja tersebut menyebutkan bahwa sasaran akhir kebijakan moneter adalah tercapainya kestabilan nilai rupiah. Sasaran inflasi ditetapkan dengan memperhatikan kondisi makro, proyeksi arah pergerakan ekonomi dan pertimbangan kerugian sosial (*social welfare*) sebagai akibat adanya kebijakan yang telah dilakukan. Selain itu kerangka kerja *targeting* inflasi diharapkan dapat menciptakan tingkat inflasi rendah dan stabil yang menunjang pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek, sedangkan dalam jangka panjang pertumbuhan ekonomi dipengaruhi oleh teknologi, tingkat produktivitas, pertumbuhan angkatan kerja dan iklim yang kondusif (Hutabarat, 2000).

Kebijakan moneter *targeting* inflasi di banyak negara telah mampu menurunkan inflasi dan menjaga stabilitas harga pada tingkat yang ditetapkan, namun di Indonesia penerapannya masih belum memuaskan kenerjanya (Ismail, 2006).

Berdasarkan data yang ada, target inflasi dan realisasinya ini masih belum cukup memuaskan hal tersebut dapat dilihat pada data dibawah ini :

Tabel 1.
Data inflasi dan target inflasi

Tahun	Target Inflasi	Inflasi Riil	Hasil Pencapaian Target Inflasi
2000	3 - 5	9,4	Tidak tercapai
2001	4 - 6	12,55	Tidak tercapai
2002	8-10	10,03	Tidak tercapai
2003	9 ± 1	5,06	Tidak tercapai
2004	7 ± 1	6,40	Tercapai
2005	6 ± 1	17,11	Tidak tercapai
2006	8 ± 1	6,60	Tidak tercapai
2007	6 ± 1	6,59	Tercapai
2008	5 ± 1	11,06	Tidak tercapai
2009	4,5 ± 1	2,78	Tidak tercapai
2010	5 ± 1	6,96	Tidak tercapai
2011	5 ± 1	3,79	Tidak tercapai
2012	5 ± 1	4,3	Tercapai

Sumber : Bank Indonesia 2013

Berdasarkan tabel di atas tampak bahwa otoritas moneter mengalami kesulitan baik dalam menentukan maupun mengimplementasikan strategi kebijakan tersebut. Kesulitan yang dihadapi oleh otoritas moneter juga dialami oleh berbagai negara yang pernah mengalami krisis serupa. Tidak ada satu strategi pun yang cocok diterapkan di semua situasi dan di semua negara. Pemilihan strategi yang tepat ditentukan oleh jenis tekanan eksternal yang dihadapi, karakteristik struktur ekonomi, dan prioritas sasaran akhir yang dipilih. Berdasarkan kriteria tersebut dan mengingat masih rapuhnya sistem perbankan sebagai suatu jalur transmisi kebijakan moneter terpenting serta masih sangat rentannya perekonomian Indonesia terhadap tekanan-tekanan eksternal, maka penerapan strategi jangkang inflasi di dalam suatu sistem nilai tukar yang agak fleksibel kiranya layak untuk dipertimbangkan secara mendalam.

Studi ini bertujuan untuk mengetahui masalah dan tantangannya terhadap kebijakan moneter yang pernah dilakukan sebelum terjadinya krisis moneter dan perubahan strategi yang telah ditetapkan setelah terjadinya krisis keuangan. Berdasarkan tujuan diatas, adapun rumusan masalah yang akan dipaparkan antara lain: apa sajakah masalah dan tantangan kebijakan moneter yang pernah dilakukan sebelum terjadinya krisis moneter? dan apa sajakah perubahan strategi yang telah ditetapkan setelah terjadinya krisis keuangan?

LANDASAN TEORETIS

Kebijakan Ekonomi

Untuk meningkatkan kehidupan ekonomi, individu, dan anggota masyarakat tidak hanya tergantung pada peranan pasar melalui sektor swasta. Peran pemerintah dan mekanisme pasar (interaksi permintaan dan penawaran pasar) merupakan hal yang bersifat komplementer dengan pelaku ekonomi lainnya. Pemerintah sebagai salah satu pelaku ekonomi, memiliki fungsi penting dalam perekonomian yaitu berfungsi sebagai stabilisasi, alokasi, dan distribusi.

Kebijakan moneter adalah kebijakan ekonomi yang digunakan Bank Indonesia sebagai otoritas moneter, untuk mengendalikan atau mengarahkan perekonomian pada kondisi yang lebih baik atau diinginkan dengan mengatur jumlah uang yang beredar (JUB) dan tingkat suku bunga. Kebijakan moneter tujuan utamanya adalah mengendalikan jumlah uang yang beredar (JUB).

Kebijakan moneter mempunyai tujuan yang sama dengan kebijakan ekonomi lainnya. Perbedaannya terletak pada instrumen kebijakannya. Jika dalam kebijakan fiskal pemerintah mengendalikan penerimaan dan pengeluaran pemerintah maka dalam kebijakan moneter Bank Sentral (Bank Indonesia) mengendalikan jumlah uang yang beredar (JUB).

Melalui kebijakan moneter, Bank Sentral dapat mempertahankan, menambah, atau mengurangi JUB untuk memacu pertumbuhan ekonomi sekaligus mempertahankan kestabilan harga-harga. Berbeda dengan kebijakan fiskal, kebijakan moneter memiliki selisih waktu (*time lag*) yang relatif lebih singkat dalam hal pelaksanaannya.

Kerangka Strategis Kebijakan Moneter

Tujuan kebijakan yang ingin dicapai baik oleh kebijakan moneter maupun kebijakan makro pada umumnya adalah bagaimana mencapai stabilitas ekonomi makro, seperti halnya stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi serta tersedianya lapangan kerja. Semua sasaran tersebut sangat sulit dilaksanakan karena timbulnya *trade off* antara variabel-variabel tersebut.

Dalam rangka mencapai sasaran akhir kebijakan moneter, Bank Indonesia menerapkan kerangka kebijakan moneter melalui pengendalian suku bunga, dicerminkan oleh penetapan suku bunga (*BI Rate*). Dalam tataran operasional, *BI Rate* tercermin dari suku bunga pasar uang jangka pendek yang merupakan sasaran operasional kebijakan moneter. Sejak 9 Juni 2008, BI menggunakan suku bunga Pasar Uang Antara Bank (PUAB) 1 *overnight* (o/n) sebagai sasaran operasional kebijakan moneter.

Agar pergerakan suku bunga PUAB o/n tidak terlalu melebar dari *anchor*-nya (*BI Rate*), Bank Indonesia selalu berusaha untuk menjaga dan memenuhi kebutuhan likuiditas perbankan secara seimbang sehingga terbentuk suku bunga yang wajar dan stabil melalui pelaksanaan operasi moneter (OM).

Operasi Moneter adalah pelaksanaan kebijakan moneter oleh Bank Indonesia dalam rangka pengendalian moneter melalui Operasi Pasar Terbuka dan *Standing Facilities*. Operasi Pasar Terbuka yang selanjutnya disebut OPT merupakan kegiatan transaksi di pasar uang yang dilakukan atas inisiatif Bank Indonesia dalam rangka mengurangi (*smoothing*) volatilitas suku bunga PUAB o/n. Sementara instrumen *Standing Facilities* merupakan penyediaan dana rupiah (*lending facility*) dari Bank Indonesia kepada Bank dan penempatan dana rupiah (*deposit facility*) oleh Bank di Bank Indonesia dalam rangka membentuk koridor suku bunga di PUAB o/n. OPT dilakukan atas inisiatif Bank Indonesia, sementara *Standing Facilities* dilakukan atas inisiatif bank.

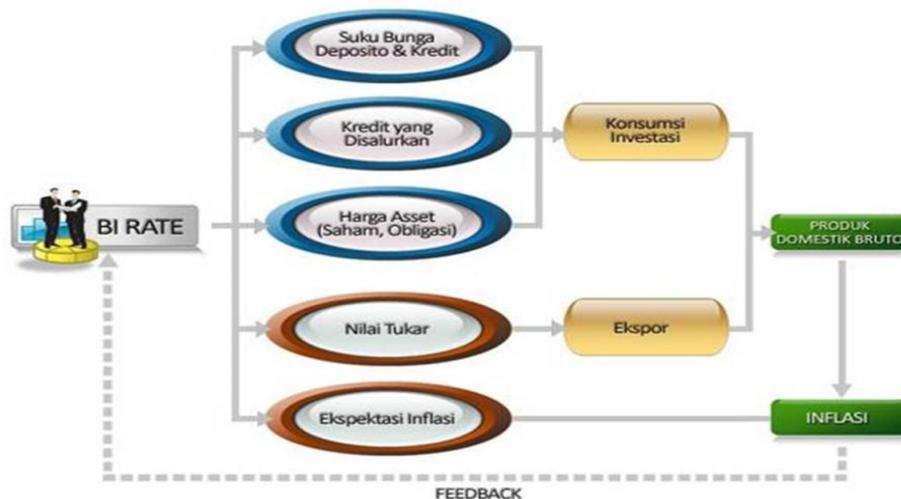
Transmisi Kebijakan moneter

Kebijakan moneter bertujuan untuk menstabilkan, menjaga dan memelihara kestabilan nilai rupiah yang salah satunya tercermin dari tingkat

inflasi yang rendah dan stabil. Untuk mencapai tujuan itu Bank Indonesia menetapkan suku bunga kebijakan *BI Rate* sebagai instrumen kebijakan utama untuk mempengaruhi aktivitas kegiatan perekonomian dengan tujuan akhir pencapaian inflasi. Namun jalur atau transmisi dari keputusan *BI rate* sampai dengan pencapaian sasaran inflasi tersebut sangat kompleks dan memerlukan waktu (*time lag*).

Mekanisme bekerjanya perubahan *BI Rate* sampai mempengaruhi inflasi tersebut sering disebut sebagai mekanisme transmisi kebijakan moneter. Mekanisme ini menggambarkan tindakan Bank Indonesia melalui perubahan-perubahan instrumen moneter dan target operasionalnya mempengaruhi berbagai variabel ekonomi dan keuangan sebelum akhirnya berpengaruh ke tujuan akhir inflasi. Mekanisme tersebut terjadi melalui interaksi antara Bank Sentral, perbankan dan sektor keuangan, serta sektor riil. Perubahan *BI rate* mempengaruhi inflasi melalui berbagai jalur, di antaranya jalur suku bunga, jalur kredit, jalur nilai tukar, jalur harga aset, dan jalur ekspektasi.

Gambar 1.

BI Rate

Sumber: Bank Indonesia 2002

Kebijakan moneter yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia bertumpu pada hubungan antara suku bunga dalam perekonomian dengan uang beredar untuk mempengaruhi tujuan pembangunan ekonomi, seperti pengendalian harga (inflasi dan nilai tukar), pertumbuhan ekonomi, dan tingkat pengangguran. Hal ini dimungkinkan karena otoritas moneter suatu negara pada umumnya memiliki otoritas tunggal dalam mencetak dan mengedarkan uang resmi negara, sehingga otoritas moneter dapat mempengaruhi suku bunga dalam perekonomian melalui

kemampuannya mengubah jumlah uang beredar untuk mencapai tujuan akhir kebijakan. Terdapat berbagai jenis kebijakan moneter yang dalam pelaksanaannya sama-sama berusaha mempengaruhi uang primer (M0) dalam peredaran melalui perdagangan instrumen hutang atau kredit pemerintah pada operasi pasar terbuka. Perbedaan dari berbagai jenis kebijakan moneter terletak pada instrumen yang dipilih dan target antara yang dituju.

Jenis kebijakan moneter yang bermacam-macam ini juga disebut rezim moneter.

Tabel 2.
Jenis kebijakan moneter

Rezim Moneter	Instrumen	Target/Tujuan
<i>Targeting Inflation</i>	Suku bunga <i>overnight</i>	Tingkat inflasi yang ditetapkan
<i>Price Level Targeting</i>	Suku bunga <i>overnight</i>	Tingkat inflasi tertentu
<i>Monetary Aggregates</i>	Pertumbuhan uang beredar	Tingkat inflasi yang ditetapkan
<i>Fixed Exchange Rate</i>	Nilai tukar <i>spot</i>	Nilai tukar <i>spot</i>

Sumber : wikipedia

Penerapan rezim moneter tertentu oleh suatu negara mengalami evolusi dari waktu ke waktu. Rezim *gold standard*, yang menetapkan nilai tukar mata uang nasional terhadap sejumlah emas, diterapkan secara luas di seluruh dunia sebelum tahun 1971 dan tidak lagi digunakan setelah runtuhnya kesepakatan *Bretton Woods* pada tahun 1971. *Price level targeting*, yang menetapkan tingkat inflasi setiap tahun dan mengoreksinya di tahun berikutnya sehingga tingkat harga tidak berubah dalam jangka panjang, pernah diterapkan Swedia pada tahun 1930an, namun sudah tidak lagi diterapkan oleh negara manapun sejak tahun 2004.

Selain itu, rezim *fixed exchange rate*, yang berdasar pada penjagaan nilai tukar mata uang nasional terhadap mata uang asing secara tetap, diterapkan oleh banyak (sekitar 56) negara berkembang dan negara kecil dengan kadar yang berbeda-beda. Sedangkan *mixed policy*, yang berdasar pada *Taylor rule* yang meyakini bahwa suku bunga bereaksi terhadap guncangan dari inflasi dan output, diterapkan oleh Amerika sejak tahun 1980an.

Inflation targeting adalah salah satu rezim kebijakan moneter ketika bank sentral berusaha menjaga inflasi dalam rentang target yang diumumkan, biasanya dengan instrumen kebijakan suku bunga. Menurut Alamsyah dan Masyhuri (2000) *inflation targeting* pada dasarnya merupakan suatu kerangka kerja (*framework*) dalam kebijakan moneter yang berupaya untuk meniadakan bias inflasi dari pelaksanaan kebijakan moneter yang berdasarkan *discretion* tetapi dalam kerangka perencanaan sasaran inflasi ke depan yang transparan. Dengan sifatnya yang sedemikian itu *inflation targeting* merupakan cerminan dari *constrained*

discretion dalam kebijakan moneter. Sementara itu, rezim *inflation targeting*, yang secara eksplisit menjaga tingkat inflasi tertentu (misalnya inflasi indeks harga konsumen) pada rentang tertentu, mulai populer sejak awal 1990an dan semakin banyak diadopsi oleh negara maju maupun negara berkembang saat ini.

Tabel 3.
Rezim moneter di beberapa negara

Negara Maju	Rezim Moneter	Negara Berkembang	Rezim Moneter
United States	<i>Mixed Policy</i>	Indonesia	<i>Inflation Targeting</i>
United Kingdom	<i>Inflation Targeting+</i> target sekunder output & employment	Malaysia	<i>Inflation Targeting</i>
Eurozone	<i>Inflation Targeting</i>	Thailand	<i>Inflation Targeting</i>
Australia	<i>Inflation Targeting</i>	India	<i>Inflation Targeting</i>
New Zealand	<i>Inflation Targeting</i>		
Canada	<i>Inflation Targeting</i>		
Singapore	<i>Exchange Rate Targeting</i>		
Amerika Latin			
Brazi	<i>Inflation Targeting</i>	Korea	<i>Inflation Targeting</i>
Chile	<i>Inflation Targeting</i>	Turkey	<i>Inflation Targeting</i>
		China	<i>Monetary Targeting</i> & target basket mata uang
		Hongkong	<i>Currency Board –</i> <i>fixed</i> terhadap US\$

Sumber: Ascarya 2012

Alternatif Strategi Kebijakan Moneter

Dari serangkaian pilihan kebijakan yang harus diambil oleh pemerintah dalam mencoba mengatasi tekanan-tekanan eksternal, terlihat bahwa kebijakan moneter dan nilai tukar memiliki peran penting dalam penerapan kebijakan penyesuaian (*adjustment*). Kebijakan moneter adalah salah satu instrumen kebijakan pengurangan pengeluaran sedangkan kebijakan nilai tukar adalah salah satu instrumen kebijakan pengalihan pengeluaran.

Poole (1970) mengidentifikasi tiga alternatif strategi kebijakan moneter, yaitu: strategi jangkar uang beredar (*money stock targeting*), strategi jangkar suku bunga (*interest rate targeting*), dan strategi kombinasi sistematis antara sasaran volume uang beredar dan tingkat suku bunga. Ketiga strategi tersebut lebih relevan diterapkan di dalam suatu perekonomian tertutup (derajat mobilitas modal rendah) atau di dalam suatu perekonomian terbuka yang menerapkan kebijakan nilai tukar mengambang karena hanya di dalam kedua bentuk perekonomian

tersebut otoritas moneter memiliki independensi penuh dalam mengendalikan jumlah uang beredar dan/atau suku bunga domestik.

Menggunakan kerangka model IS-LM, Poole menunjukkan bahwa di antara dua pilihan ekstrim: jangkar uang beredar dan jangkar suku bunga, strategi yang tepat tergantung kepada jenis tekanan ekonomi makro yang terjadi. Apabila suatu perekonomian mengalami tekanan-tekanan riil (*real shocks*) sehingga kurva IS mengalami pergeseran maka strategi jangkar uang beredar adalah pilihan yang lebih tepat karena perubahan suku bunga (bagi perekonomian tertutup) atau perubahan nilai tukar (bagi perekonomian terbuka) akan meredam tekanan-tekanan tersebut dan meminimalkan dampak negatifnya terhadap stabilitas harga atau produksi. Sebaliknya, apabila yang terjadi adalah tekanan-tekanan moneter (*monetary shocks*) maka yang lebih tepat adalah strategi jangkar suku bunga karena perubahan uang beredar atau neraca pembayaran akan meredam tekanan-tekanan tersebut dan meminimalkan dampak negatifnya terhadap stabilitas harga atau produksi.

Mekanisme Transmisi

Mekanisme transmisi kebijakan moneter pada dasarnya menggambarkan bagaimana kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral untuk mempengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan sehingga pada akhirnya dapat mencapai tujuan akhir.

Transmisi kebijakan moneter dari perspektif konvensional dapat melalui jalur suku bunga, jalur kredit, jalur nilai tukar, jalur harga aset, dan jalur ekspektasi. Dengan digunakannya instrumen suku bunga dalam rezim moneter *inflation targeting*, transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga (*interest rate pass-through*) menjadi salah satu topik bahasan penting.

Model *interest rate pass-through* telah dikembangkan sejak lama, seperti model yang dikembangkan oleh Rousseas (1985) yang disebut model *marginal cost pricing* yang menyatakan bahwa perubahan suku bunga *cost of funds* bank akan diteruskan dalam bentuk perubahan suku bunga bank kepada nasabahnya, karena hal ini mencerminkan perubahan *marginal cost* dari bank. Model ini masih dianggap sebagai model terbaik untuk menjelaskan *interest rate pass-through* dari suku bunga kebijakan ke suku bunga perbankan (Egert et al., 2006).

Persamaan umumnya adalah sebagai berikut:

$$br_{n,t} = \gamma_0 + \gamma mr_{n,t}$$

Ketika pemerintah memutuskan kebijakan melalui suku bunga maka akan diteruskan ke permintaan agregat melalui tiga saluran transmisi. *Pertama*, suku

bunga riil yang mempengaruhi konsumsi melalui efek substitusi dan pendapatan. *Kedua*, suku bunga riil yang menentukan biaya pengadaan barang modal, yang mempengaruhi permintaan untuk investasi. *Ketiga*, kebijakan suku bunga yang memiliki efek pada nilai tukar nominal dan kemudian ditransmisikan ke nilai tukar riil sebagai penentu permintaan luar negeri untuk barang-barang domestik. Yang ini juga disebut sebagai transmisi moneter melalui efek *pass-through* tidak langsung dari nilai tukar (Warjiyo, 2004).

Kebijakan moneter ditransmisikan ke inflasi konsumen melalui tiga saluran. *Pertama*, saluran permintaan agregat atas kebijakan tingkat suku bunga yang diteruskan ke inflasi domestik melalui perubahan upah dan marjin profit. *Kedua* adalah biaya bunga dari saluran produksi, secara khusus yaitu biaya tingkat bunga dari pengadaan barang modal, baik yang dibiayai oleh modal atau pinjaman. *Ketiga*, kebijakan moneter yang mempengaruhi inflasi konsumen melalui dua saluran nilai tukar. Yang pertama adalah melalui biaya impor barang setengah jadi dengan harga dalam negeri dan satu lainnya adalah melalui inflasi dari barang-barang konsumsi impor. Keduanya disebut sebagai, secara berturut-turut, *intermediate direct pass-through effect* dan *immediate direct pass-through effect* dari nilai tukar terhadap harga konsumen.

Dalam literatur ekonomi konvensional, menurut Djohanputro (2006), Kebijakan moneter merupakan tindakan pemerintah dalam rangka mencapai tujuan pengelolaan ekonomi makro (output, harga dan pengangguran) dengan cara mempengaruhi situasi makro melalui pasar uang atau dengan kata lain melalui proses penciptaan uang atau jumlah uang beredar.

Institusi yang diberikan otoritas untuk melaksanakan kebijakan moneter ini biasanya berbentuk bank sentral atau *monetary authority* suatu negara sebagai wakil dari pemerintah. Hal ini berlandaskan pada pemikiran aliran monetarist yang mengemukakan bahwa pertumbuhan uang beredar merupakan unsur yang dapat diandalkan dalam perkembangan moneter. Pendiri mazhab *monetarist*, Milton Friedman, mengatakan bahwa perubahan dalam jumlah uang beredar sangat berpengaruh pada tingkat inflasi pada jangka panjang.

Terdapat beberapa model yang dapat digunakan untuk dijadikan dasar dalam menetapkan target inflasi, di antaranya yaitu:

1) *Non Conservative Central Bank* dan *Conservative Central Bank*

Barro dan Gordon (1983) mengemukakan model *non conservative central bank*. Dalam model tersebut Barro&Gordon memberikan bobot yang kurang lebih sebanding terhadap stabilitas inflasi dan stabilitas output. Sementara, Rogoff (1985) mengemukakan model *conservative central bank* dengan

memberikan bobot atau perhatian yang lebih kepada stabilitas inflasi dari pada stabilitas output.

Masing-masing model dimaksud adalah :

Non Conservative Central Bank :

$$Z_t = (1/2) (\pi_t - \pi^*) + (x/2) (Y_t - Y^*)^2 \dots \dots \dots (2.1)$$

Conservative Central Bank :

$$Z_t = ((1+e)/2) (\pi_t - \pi^*) + (x/2) (Y_t - Y^*)^2 \dots \dots \dots (2.2)$$

Di mana $Y_t = \pi_t - \pi^e + \mu_t$ (Taylor Model)

Keterangan :

π_t = Inflasi aktual, π^* = Inflasi yang dikehendaki (target), Y_t = output aktual,

Y^* = Output yang dikehendaki, x = porsi bobot untuk output stabilization,

e = Tambahan bobot untuk inflasi, μ_t = Faktor lain yang mempengaruhi output

Dengan menggunakan metode matematik, maka akan diperoleh:

Tabel 4.
Perbandingan *non conservative* dan *conservative*

	Non Conservative	Conservative
Inflation Bias	$(x/(1+x)) Y^* > (x/(1+x+e)) Y^*$	
Inflation Variance	$x/(1+x) \sigma_v^2 > x/(1+x+e) \sigma_v^2$	
Output Variance	$(1/(1+x)) 2 \sigma_v^2 < (1/(1+x+e)) 2 \sigma_v^2$	

Target inflasi yang dihasilkan melalui model *conservative central bank* cenderung lebih kecil dari *non conservative central bank*, dengan variance yang lebih kecil, yang artinya bahwa kemungkinan deviasi inflasi aktual dari target lebih kecil. Namun demikian, kemungkinan terjadinya gejala output lebih besar di *conservative* dibandingkan *non conservative*.

2) Accountable Central Banker

Walsh (1995) mengemukakan *model accountable central banker* dengan memberikan perhatian yang seimbang antara pencapaian target inflasi dan stabilitas output atau samadengan model yang dikemukakan oleh Barro&Gordon. Namun, Walsh juga menambahkan adanya unsur pinalti/sanksi. Apabila bank sentral tidak dapat mencapai target, akan ada pinalti terhadap bank sentral tersebut.

Secara matematis model Walsh dikemukakan sebagai berikut:

$$Z_t = (1/2) (\pi_t - \pi^e)^2 + (x/2) (Y_t - Y^*)^2 + \chi Y^* \pi_t \dots \dots \dots (2.3)$$

Dimana $\chi Y^* \pi_t$ adalah penalti atau sanksi yang dikenakan. Dengan menggunakan metode matematis, maka diperoleh:

Inflation Variance: nihil dimana $\pi^e = \pi^*$ (inflasi yang diinginkan)

Output Variance: $(1/(1+x))^2 \sigma_v^2$ Atau sama dengan *non Conservative Central Bank*.

a. *Accountable* model memberikan kepastian bahwa variasi terhadap inflasi akan nihil karena bank sentral akan selalu dituntut untuk mencapai target yang telah ditetapkan, apabila target tersebut tidak tercapai (*under performance*) maka akan ada pengenaan sanksi terhadap bank sentral tersebut baik berupa penggantian manajemen, pengurangan gaji dan sebagainya. Sementara di sisi lain, model tersebut dapat menekan *variance* terhadap outputsama dengan output *variance* seperti pada model *non conservative central bank*.

Dari penjelasan di atas tersebut, perbandingan antara ketiga model *inflation targeting* secara umum adalah:

Tabel 5.
Alternative kebijakan

	Non Conservative	Conservative	Accountabel Model
Inflation Variance	$(x/(1+x)) \sigma_v^2 >$	$(x/(1+x+e)) \sigma_v^2$	Nihil
Output Variance	$(1/(1+x))^2 \sigma_v^2 <$	$(1/(1+x+e))^2 \sigma_v^2$	$(1/(1+x)) \sigma_v^2$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Undang-Undang No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia telah memberikan dimensi yang lebih fokus dan jelas mengenai tujuan yang ingin dicapai oleh Bank Indonesia. Undang-undang dimaksud, sebagaimana tertuang dalam Pasal 7, menegaskan tujuan tunggal Bank Indonesia yaitu mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah. Kestabilan nilai rupiah dapat diartikan dalam dua pemahaman yaitu kestabilan nilai rupiah terhadap nilai barang dan jasa di dalam negeri yang tercermin dalam angka inflasi, dan kestabilan nilai rupiah terhadap mata uang lain yang tercermin dalam angka nilai tukar/kurs. Oleh karena sejak 14 Agustus 1997 pemerintah dan Bank Indonesia menetapkan bahwa penentuan nilai tukar rupiah ditentukan oleh mekanisme pasar (*free floating*

system), maka kestabilan nilai rupiah lebih banyak ditujukan kepada rendah dan stabilnya laju inflasi.

Menyikapi Pasal 7 UU No. 23 tahun 1999, tampaknya Bank Indonesia telah menempatkan inflasi sebagai *anchor*/landasan dalam kebijakan moneternya, menetapkan suatu target inflasi sebagai acuan dalam pelaksanaan kebijakan moneter. Sebagaimana telah kita ketahui, pada tahun 2000 Bank Indonesia telah menetapkan target inflasi, di luar pengaruh kebijakan harga dan pendapatan pemerintah 3-5% dan untuk tahun 2001 berkisar antara 4-6%. Secara teoritis, menempatkan Inflasi sebagai *anchor* memberikan manfaat diantaranya: (i) mudah dipahami oleh masyarakat, karena masyarakat hanya akan melihat ukuran keberhasilannya pada pencapaian laju inflasi; (ii) dapat menciptakan ekspektasi yang rendah terhadap inflasi sehingga pada akhirnya dapat menghasilkan tingkat inflasi aktual (*actual inflation*) sesuai yang diinginkan; (iii) dapat menghindari kemungkinan munculnya kebijakan-kebijakan yang dapat menimbulkan deviasi terhadap pencapaian target inflasi (*discretionary policy*).

Sementara di sisi lain, terdapat dilema terutama antara pertimbangan kepentingan pertumbuhan ekonomi yang tinggi dengan laju inflasi yang rendah. Dalam kondisi ekonomi yang sedang krisis, maka pemerintah akan menerapkan kebijakan yang cenderung ekspansif guna mendorong terciptanya pertumbuhan ekonomi yang cepat. Namun dampak dari kebijakan pemerintah yang ekspansif cenderung memberikan tekanan-tekanan terhadap inflasi. Sementara, di sisi lain bank sentral melalui penetapan *inflation targeting*, cenderung mengarahkan kebijakannya untuk menciptakan inflasi yang rendah dan stabil.

Selain itu, dalam situasi berlangsungnya proses pemulihan ekonomi, yang dirasakan telah terjadi sejak pertengahan 1999, pencapaian target inflasi yang telah ditetapkan pada tingkat yang rendah memberikan tantangan tersendiri, ditambah bahwa salah satu mesin pendorong pertumbuhan ekonomi adalah berasal dari sisi permintaan masyarakat. Belum kondusifnya situasi sosial, politik dan keamanan, maka hal tersebut tampaknya masih menimbulkan keengganan bagi para investor untuk menanamkan dananya di Indonesia, sehingga menyebabkan pengembangan sektor produksi masih sangat tersendat. Sebagaimana diketahui peningkatan konsumsi masyarakat tanpa diimbangi peningkatan produksi cenderung memberikan tekanan-tekanan pada peningkatan harga secara umum.

Adanya hasrat pemerintah yang lebih mengutamakan pertumbuhan ekonomi dan adanya suatu kenyataan bahwa pertumbuhan ekonomi Indonesia lebih didorong oleh tingkat konsumsi masyarakat, memberikan tantangan tersendiri bagi Bank Indonesia dalam penetapan target tingkat inflasi dan bagaimana pencapaiannya. Inilah tantangan paling besar dalam penerapan

kerangka kebijakan moneter berupa *targeting inflasi*. Sehingga muncul suatu pertanyaan besar, sejauh mana target inflasi yang telah ditetapkan apakah sudah memperhitungkan dua permasalahan tersebut.

Di sisi lain mekanisme transmisi kebijakan moneter ini bekerja memerlukan waktu (*time lag*). *Time lag* masing-masing jalur bisa berbeda dengan yang lain. Jalur nilai tukar biasanya bekerja lebih cepat karena dampak perubahan suku bunga kepada nilai tukar bekerja sangat cepat. Kondisi sektor keuangan dan perbankan juga sangat berpengaruh pada kecepatan transmisi kebijakan moneter. Apabila perbankan melihat risiko perekonomian cukup tinggi, respon perbankan terhadap penurunan suku bunga BI *rate* biasanya sangat lambat.

Apabila perbankan sedang melakukan konsolidasi untuk memperbaiki permodalan, penurunan suku bunga kredit dan meningkatnya permintaan kredit belum tentu direspons dengan menaikkan penyaluran kredit. Di sisi permintaan, penurunan suku bunga kredit perbankan juga belum tentu direspons oleh meningkatnya permintaan kredit dari masyarakat apabila prospek perekonomian sedang lesu. Kesimpulannya, kondisi sektor keuangan, perbankan, dan kondisi sektor riil sangat berperan dalam menentukan efektif atau tidaknya proses transmisi kebijakan moneter.

Jalur suku bunga ini digunakan untuk mengarahkan berapa besar tingkat inflasi yang dikehendaki. Mekanismenya adalah dengan perubahan BI *Rate* mempengaruhi suku bunga deposito dan suku bunga kredit perbankan. Apabila perekonomian sedang mengalami kelesuan, Bank Indonesia dapat menggunakan kebijakan moneter yang ekspansif melalui penurunan suku bunga untuk mendorong aktivitas ekonomi. Penurunan BI *Rate* menurunkan suku bunga kredit sehingga permintaan akan kredit dari perusahaan dan rumah tangga akan meningkat.

Penurunan suku bunga kredit juga diharapkan akan menurunkan biaya modal perusahaan untuk melakukan investasi. Ini semua akan meningkatkan aktifitas konsumsi dan investasi sehingga aktifitas perekonomian semakin bergairah. Sebaliknya, apabila tekanan inflasi mengalami kenaikan, Bank Indonesia merespon dengan menaikkan suku bunga BI *Rate* untuk mengerem aktifitas perekonomian yang terlalu cepat sehingga mengurangi tekanan inflasi.

Perubahan suku bunga BI *Rate* juga dapat mempengaruhi nilai tukar. Mekanisme ini sering disebut jalur nilai tukar. Kenaikan BI *Rate*, sebagai contoh, akan mendorong kenaikan selisih antara suku bunga di Indonesia dengan suku bunga luar negeri. Dengan melebarnya selisih suku bunga tersebut mendorong investor asing untuk menanamkan modal ke dalam instrumen-instrumen keuangan di Indonesia seperti SBI karena mereka akan mendapatkan tingkat pengembalian

yang lebih tinggi. Aliran modal masuk asing ini pada gilirannya akan mendorong apresiasi nilai tukar Rupiah.

Apresiasi rupiah mengakibatkan harga barang impor lebih murah dan barang ekspor kita di luar negeri menjadi lebih mahal atau kurang kompetitif sehingga akan mendorong impor dan mengurangi ekspor. Turunnya net ekspor ini akan berdampak pada menurunnya pertumbuhan ekonomi dan kegiatan perekonomian. Perubahan suku bunga *BI Rate* juga bisa mempengaruhi perekonomian makro melalui perubahan harga aset. Kenaikan suku bunga akan menurunkan harga aset seperti saham dan obligasi sehingga mengurangi kekayaan individu dan perusahaan yang pada gilirannya mengurangi kemampuan mereka untuk melakukan kegiatan ekonomi seperti konsumsi dan investasi.

Dampak perubahan suku bunga kepada kegiatan ekonomi juga mempengaruhi ekspektasi publik akan inflasi (jalur ekspektasi). Penurunan suku bunga yang diperkirakan akan mendorong aktivitas ekonomi dan pada akhirnya inflasi mendorong pekerja untuk mengantisipasi kenaikan inflasi dengan meminta upah yang lebih tinggi. Upah ini pada akhirnya akan dibebankan oleh produsen kepada konsumen melalui kenaikan harga.

Melalui mekanisme analisis di atas maka saat pemerintah melakukan kontrol inflasi dengan menggunakan *BI rate* maka secara simultan mengakibatkan pergerakan variabel-variabel yang lain dan ini akan berujung pada perubahan inflasi. Bisa jadi kerangka *targeting inflasi* ini akan sulit ditargetkan secara presisi mengingat perubahan suku bunga membawa dampak perubahan variabel moneter lainnya.

Tekanan-tekanan dari sisi eksternal dapat mempengaruhi perekonomian suatu negara melalui dua jalur utama, yaitu pasar barang internasional dan pasar keuangan internasional. Tekanan-tekanan yang berasal dari pasar barang internasional dapat berbentuk penurunan permintaan ekspor atau gangguan suplai barang impor. Sedangkan tekanan yang berasal dari pasar keuangan internasional dapat berbentuk kenaikan suku bunga riil internasional dan terputusnya akses ke pasar keuangan internasional akibat anjloknya kepercayaan investor. Untuk kasus di Indonesia, faktor yang disebutkan terakhir tampaknya lebih relevan dalam menjelaskan penyebab krisis yang terjadi. Yang kemudian sering menjadi bahan perdebatan adalah penyebab dari hilangnya kepercayaan tersebut.

Secara ekstrim terdapat dua pendapat mengenai penyebab hilangnya kepercayaan investor terhadap Indonesia. Pendapat pertama meyakini bahwa kerapuhan sistem keuangan internasional telah membuat berbagai negara sangat rentan terhadap *contagion effect* (Radelet dan Sachs, 1998). Oleh karena itu, menurut kubu ini jalan keluarnya adalah dengan memperketat rambu-rambu yang

mengatur bekerjanya sistem keuangan internasional serta mendefinisikan peran dan tugas lembaga-lembaga Bank Indonesia agar lebih mampu mengemban misi utamanya sebagai penjaga stabilitas sistem moneter internasional. Sebaliknya, pendapat kedua meyakini bahwa kelemahan internal seperti kerapuhan sistem perbankan, sistem pasar yang monopolistik, dan ketidak tepatan kebijakan makro adalah faktor utama hilangnya kepercayaan investor.

Kerangka *Inflation Time Frame* (ITF) dapat mencerminkan strategi kebijakan moneter yang bersifat *forward looking*, yang difokuskan pada inflasi dan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi. Fitur penting ITF adalah komitmen terhadap inflasi sebagai tujuan utama kebijakan moneter, pengumuman target inflasi, komunikasi yang intensif termasuk penjelasan tujuan dan langkah-langkah kebijakan moneter, serta akuntabilitas untuk memenuhi target inflasi (Mishkin, 2000). Keuntungan ITF adalah target inflasi menjadi jelas, mudah diobservasi dan langkah-langkah kebijakan moneter mudah dipahami. Kerangka ITF tersebut menyediakan pelaku ekonomi suatu nominal *anchor*/landasan dalam membentuk ekspektasi inflasi dan memprediksi tindakan kebijakan moneter.

Jalur terpenting di mana kebijakan moneter dapat mempengaruhi inflasi adalah dengan menggiring ekspektasi inflasi agen ekonomi agar terjangkau ke target inflasi bank sentral. Jika ekspektasi agen ekonomi tetap tinggi, maka proses disinflasi akan berlangsung lama dan memerlukan biaya dalam bentuk *output loss* yang besar (Clarida, Gali dan Gertler, 1999).

Bank sentral yang dapat mengelola ekspektasi inflasi agen ekonomi akan dapat menjalankan kebijakan moneter secara lebih efektif, dan kebijakan moneter yang demikian dapat dikatakan kredibel (Blinder, 1999). Dalam beberapa studi ditunjukkan bahwa permasalahan kredibilitas kebijakan moneter dapat muncul karena adanya ketidakpastian pelaku ekonomi mengenai preferensi otoritas moneter. Meskipun otoritas moneter mengumumkan target inflasi, namun bisa saja tidak sepenuhnya kredibel jika preferensi bank sentral terhadap penurunan inflasi tidak terlalu kuat (Geraats, 2001; Kozicki dan Tinsley, 2003). Pelaku ekonomi mencoba menginterpretasikan preferensi otoritas moneter berdasarkan langkah-langkah kebijakan moneter dan kinerja inflasi dan selanjutnya akan memperbaharui ekspektasi mereka. King (1996) menekankan bahwa transparansi akan mendorong *learning process* sehingga ekspektasi inflasi pelaku ekonomi akan terjangkau ke target inflasi secara lebih cepat.

Taylor (2009) mengemukakan bahwa krisis disebabkan oleh kebijakan bank sentral yang cenderung mempertahankan tingkat bunga terlalu rendah, sebagai konsekuensi rendahnya tingkat inflasi dalam jangka waktu yang cukup panjang sebelum terjadi krisis. Taylor memaparkan bahwa bank sentral di negara maju tidak memperhitungkan resiko di sektor perbankan dan keuangan dalam

fungsi reaksi kebijakan moneternya, sehingga menyebabkan penetapan tingkat bunga nominal yang salah (terlalu rendah).

Implikasi dari analisis ini menunjukkan adanya interaksi antara kebijakan moneter yang dilakukan oleh bank sentral terhadap risiko di sektor keuangan khususnya perbankan. Sedangkan Mishkin (2008) mengemukakan bahwa kebijakan moneter cenderung menjadi lebih potensial di masa krisis tingkat efektivitasnya dibandingkan dengan kondisi normal, sehingga memberikan landasan untuk melakukan manajemen risiko makro ekonomi untuk menghadapi masalah kontraksi perekonomian selama periode krisis. Fakta di atas menunjukkan bahwa terdapat keterkaitan antara stabilitas moneter dengan stabilitas sektor keuangan.

Bagaimana otoritas moneter harus merespons dan bertindak dalam menjalankan kebijakan moneternya umumnya dapat dipahami, dan relatif tidak banyak diperdebatkan di kalangan ahli ekonomi. Namun demikian, dalam hal bagaimana otoritas moneter harus merespons dan bertindak untuk permasalahan yang muncul dari sisi sektor keuangan masih menjadi perdebatan di kalangan ahli ekonomi.

Bagi otoritas moneter, target kebijakan moneter yang dijalankan akan menjadi lebih mudah tercapai jika stabilitas sektor keuangan berkerja dengan baik. Sedangkan jika kondisi fundamental makroekonomi tidak stabil, akan menyebabkan gejolak pada sektor keuangan dalam perekonomian. Keterkaitan antara stabilitas moneter dengan stabilitas sektor keuangan akhirnya menjadi isu sentral dalam upaya untuk melihat keterkaitan antara kebijakan yang diambil, perilaku risiko, dan berlangsungnya suatu krisis keuangan.

SIMPULAN DAN SARAN

1. Simpulan

Dari analisis yang telah dipaparkan di atas maka strategi kebijakan moneter yang telah dipakai di Indonesia setelah periode krisis keuangan yaitu *Inflation Targeting* belum bisa dijadikan harapan sepenuhnya dalam perbaikan perekonomian, masalahnya pada saat pemerintah menggunakan jalur suku bunga untuk memenuhi target inflasi yang ditetapkan secara simultan dapat mempengaruhi variabel makro ekonomi yang lain sehingga masih diperlukan kebijakan lain yang lebih komprehensif agar diperoleh hasil yang maksimal. Selain itu beberapa negara sudah meninggalkan sistem kebijakan ini karena dianggap sudah kurang sesuai untuk negara tersebut.

Tantangan kedepannya bagaimana pemerintah memberikan keyakinan pada *stakeholder* tentang strategi kebijakan moneter yang ditetapkan sehingga pada saat penerapan strategi kebijakan yang akan dikeluarkan bisa diikuti secara simultan dengan melakukan kebijakan-kebijakan yang berasal dari sektor lain yang bisa mendukung terlaksananya kerangka strategi yang diinginkan, misalnya fundamental makro ekonomi stabil, stabilitas sektor keuangan terjaga.

2. Saran

Pada saat pemerintah menentukan strategi kebijakan moneter yang baru harus dilakukan secara komprehensif, terkoordinasi dan berkelanjutan sehingga pada saat penerapan strategi kebijakan yang ditentukan bisa berjalan normal sesuai dengan hasil yang diinginkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Alamsyah, Halim dan Abdul Kadir Masyhuri. (2000). *Inflation Targeting sebagai Kerangka Kerja Alternatif Bagi Kebijakan Moneter*, Paper.
- Barro, R.J., Gordon, D.B. (1983). Rules, Discretion And Reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12, 101–121.
- Djohanputro. (2006). The Impacts of Foreign and Block Trades Upon Returns and Volatility on the Jakarta Stock Exchange, *SSC-R de Manila Faculty Research Journal*, Vol IX No 1, January to June 2006.
- Egert, Balazs, Jesus Crespo-Cuaresma dan Thomas Reininger. (2006). *Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away?* William Davidson Institute Working Paper No.851 November.
- Hutabarat, akhis. (2000). *Pengendalian Inflasi Melalui Inflasi Targeting*, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter Bagian Studi Sektor Riil, Oktober. Jakarta: Bank Indonesia.
- Ismail, Munawar. (2006). Inflasi Targeting dan Tantangan Implementasinya Di Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume 21, Nomer 2, Halaman 105-121, Yogyakarta.
- McNelis. (1988). “Inventory Management and Economic Instability in High Inflation Economies: A Macrodynamics Simulation” with David Bigman, *Journal of Policy Modeling* 10, no. 2 (1988): 229 – 247.
- Rogoff, K. (1985). The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics* 100, 1169–1189.
-

- Rousseas, S. (1985). A markup theory of bank loan rates. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 8(1), 135-144.
- Sek, S. K. (2010). The formation of monetary policy in the emerging East-Asian Countries. *Economic structures, the source of shocks and the role of exchange rate*. VDM Verlag Dr. Müller.
- Warjiyo, Perry dan Juda Agung. (2002). *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia*, Bank Indonesia: Direktorat Penelitian Ekonomi dan Kebijakan Moneter.
- Warjiyo, Perry. (2004). *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia*, Bank Indonesia: Direktorat Penelitian Ekonomi dan Kebijakan Moneter.
- William Poole. (1970). Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 2 (May, 1970), pp. 197-216 Published by: The MIT Press.
-

