

KEBIJAKAN INFLATION TARGETING: ANTISIPASI KRISIS NILAI TUKAR

Muhammad Handry Imansyah

Fakultas Ekonomi Universitas Lambung Mangkurat
Jalan Brigjen H. Hasan Basri Banjarmasin 70123 Telp./Fax. (0511) 330 4933, 757 4881
E-mail: handry50@yahoo.com

Abstract

This paper examines workability of inflation targeting policy after one year and half of its application in Indonesia, based on a method of descriptive analysis using macro-prudential indicators. In addition, non-parametric approach to earlier warning system of monitoring Rupiah stability against the US Dollar is also employed as a comparison. These two macro-prudential and non-parametric approaches may predict the probability of weakening the Indonesian currency against USD. The results show unsatisfaction of the inflation targeting policy as a stabilizing instrument to control both inflation and rupiah movement against USD. This happens due to unsatisfaction of some prerequisites for conducting the policy, such as remaining weaknesses of financial institutions as indicated by the weakness of government regulation and control, significant off-shore loan or foreign debt and risky sudden stops from capital inflows (external domination).

Keywords: *inflation targeting, monetary policy, capital flow*

PENDAHULUAN

Kebijakan *inflation targeting* menjadi demikian populer setelah New Zealand pertama kali mengadopsi kebijakan ini pada tahun 1989 dan berhasil menjaga tingkat inflasi yang rendah dan relatif stabil (Hu, 2003). Indonesia mulai menerapkan kebijakan *inflation targeting* sejak bulan Juli 2005 setelah sistem kurs mengambang bebas sejak krisis keuangan 1997. Namun, sejak tahun 2002 telah dilakukan wacana mengenai kebijakan ini sehingga publik dan kalangan akademis diharapkan sudah memahami bila sudah sampai saatnya untuk diterapkan. Pada Juli 2005 Bank Indonesia telah mengimplementasikan kerangka kerja kebijakan moneter yang baru dengan *Inflation Target-*

ing Framework, yang mencakup empat elemen dasar (<http://www.bi.go.id>):

1. penggunaan suku bunga (disebut BI Rate) sebagai *reference rate* dalam pengendalian moneter, sebagai pengganti sasaran operasional uang primer,
2. proses perumusan kebijakan moneter yang antisipatif,
3. strategi komunikasi yang lebih transparan, dan
4. penguatan koordinasi kebijakan dengan Pemerintah.

Melihat berbagai keberhasilan di berbagai negara baik negara maju maupun negara emerging market, maka Indonesia mengikuti pola tersebut. Apalagi Bank Indonesia telah independen berdasarkan UU No. 23 Bank

Indonesia 1999 yang kemudian diamendemen dengan UU No. 3 pada tahun 2004.

Tujuan tulisan ini mengkaji kebijakan moneter baru BI, *inflation targeting*, dalam masa transisi dan setahun setelah diterapkan apakah sudah mencapai sasaran seperti yang tercantum di dalam tujuan dan fungsi Bank Sentral. Kedua, di dalam hal ini, evaluasi akan dilihat secara deskriptif mengenai seberapa jauh inflasi dapat dikendalikan, dan seberapa jauh mata uang Rupiah stabil (tidak mengalami depresiasi yang besar) terhadap mata uang US dollar serta bagaimana stabilitas inflasi dan *output*.

Tinjauan pustaka dalam penelitian ini sebagai berikut; menurut Hu (2003), manfaat *inflation targeting* dalam hal inflasi dan output ada 2: Pertama, kebijakan ini memperbaiki kinerja inflasi dan output. Kedua, kebijakan ini memperbaiki perkiraan inflasi dengan menurunkan ekspektasi inflasi sehingga lebih dapat diperkirakan. Misalnya, Neumann dan von Hagen (2002) membandingkan negara-negara yang menggunakan *inflation targeting* dan yang non *inflation targeting* menemukan bahwa dengan *inflation targeting* akan menurunkan volatilitas inflasi, output dan tingkat bunga. Motivasi pendekatan *inflation targeting* sangat bervariasi (Bernanke and Mishkin, 1997). Beberapa negara seperti Inggris dan Swedia setelah runtuhnya sistem kurs tetap sehingga mencari sistem alternatif untuk kebijakan moneter mereka dengan kebijakan *inflation targeting*. Sementara, Kanada menggunakan *inflation targeting* karena kurang berhasilnya di dalam menggunakan pendekatan *money targeting*.

Namun, berbagai studi juga menemukan bahwa masih terdapatnya variasi inflasi dan output di 7 negara industri yang memakai *inflation targeting* (Ball dan Sheridan 2003).

Memang, dengan kebijakan *inflation targeting* ini, ada beberapa manfaat antara lain, kebijakan lebih transparan, kebijakan lebih koheren dan lebih akomodatif terhadap gejolak jangka pendek dan lebih luwes di dalam operasional (Bernanke and Mishkin, 1997). Kadioğlu, Özdemir dan Yilmaz (2000) juga menambahkan bahwa kebijakan *inflation targeting* adalah instrumen yang lebih fleksibel untuk mencapai tujuan jangka menengah.

Dalam jangka panjang diyakini oleh banyak ekonom bahwa akan ada *trade-off* antara inflasi dan pengangguran sebagaimana kita kenal dengan kurva Phillips (Phillips, 1958; Samuelson and Solow, 1960; dikutip dari Kadioğlu, Özdemir dan Yilmaz, 2000).

Kadioğlu, Özdemir dan Yilmaz (2000) menyatakan bahwa ada tiga kebijakan moneter yaitu *exchange rate targeting*, *monetary targeting* dan *inflation targeting*. *Exchange rate targeting* adalah kebijakan moneter yang telah lama digunakan terutama untuk negara kecil yaitu dengan menerapkan kurs tetap. Karena mudah dan sederhana maka kebijakan ini sangat populer. Inflasi rendah karena dapat menjaga kurs dari transmisi impor barang sehingga harga barang impor relatif terjaga. Sementara, *monetary targeting* adalah kebijakan moneter dengan menerapkan target agregat moneter atau jumlah uang beredar. Kebijakan ini dapat mengirimkan tanda mengenai kondisi kebijakan moneter dan konsistensi kebijakan serta tujuan dari pembuat kebijakan. Sedangkan *inflation targeting* adalah kebijakan moneter dengan tujuan untuk menjaga kestabilan harga. Namun, Goldstein (2002) menyatakan, di dalam penerapan *inflation targeting* ini akan menghasilkan kestabilan nilai tukar.

Inflation targeting bukannya tanpa syarat bila menginginkan keberhasilan di dalam penerapan kebijakan. Mishkin (2004) menya-

takan bahwa negara *emerging market* masih menghadapi beberapa permasalahan sebagai berikut:

1. Lemahnya institusi fiskal
2. Lemahnya institusi keuangan termasuk pengawasan dan peraturan kehati-hatian pemerintah
3. Rendahnya kredibilitas institusi moneter
4. Hutang dalam mata uang asing yang tinggi
5. Rentannya *sudden stops* dari *capital inflows* (*external domination*).

Permasalahan tersebut di atas harus diatasi guna memberikan keberhasilan penerapan *inflation targeting*. Tanpa menyelesaikan kelima permasalahan tersebut, maka kesuksesan suatu negara untuk menerapkan *inflation targeting* menjadi hal yang sulit diwujudkan.

Bank Indonesia (<http://www.bi.go.id>) menjelaskan mengenai *Inflation targeting* merupakan kebijakan moneter yang mengumumkan secara eksplisit perkiraan tingkat inflasi pada kurun waktu tertentu (6 bulan, 1 tahun dll). Karakteristik lainnya adalah adanya komunikasi dengan publik sehingga publik mengetahui kebijakan apa saja untuk mencapai tujuan tersebut dan diharapkan terdapat akuntabilitas dan transparansi. Yang menjadi dasar perhitungan inflasi adalah inflasi inti, yaitu inflasi yang dipengaruhi oleh faktor fundamental:

1. Interaksi permintaan-penawaran
2. Lingkungan eksternal: nilai tukar, harga komoditi internasional, inflasi mitra dagang
3. Ekspektasi Inflasi dari pedagang dan konsumen

Sementara itu, perhitungan dengan inflasi inti belum banyak dipahami oleh publik bahkan sebagian ekonom sendiri tidak dapat memahami perbedaan antara inflasi inti dan *inflasi headline*. Hal ini, karena di negara sedang berkem-

bang banyak sekali harga barang dan jasa yang masih diatur oleh pemerintah yang tidak melalui mekanisme pasar serta masih bergejolaknya harga bahan makanan yang dipengaruhi oleh musim. Inflasi di dalam tulisan ini adalah mengacu pada inflasi *headline*, karena ketersediaan data inflasi inti hanya tersedia sejak diberlakukannya kebijakan *inflation targeting*.

Mishkin (1997) menyatakan bahwa tujuan kebijakan moneter sebagai berikut:

1. Kesempatan Kerja yang Tinggi
2. Pertumbuhan Ekonomi yang Tinggi
3. Kestabilan Harga
4. Kestabilan Tingkat Bunga
5. Kestabilan Pasar Uang
6. Kestabilan Pasar Valuta Asing

Setiap tujuan tersebut di atas dapat terjadi konflik, misalnya kestabilan harga yang diartikan sebagai inflasi yang rendah yang biasanya akan berakibat pada tingginya pengangguran. Jadi diantara berbagai tujuan tersebut di atas, tentu harus ada yang menjadi prioritas untuk didahulukan. Karena yang menjadi domain kebijakan moneter oleh Bank Sentral adalah tingkat bunga dan jumlah uang beredar atau sistem kurs. Sementara sistem kurs tidak mungkin diubah terlalu sering dalam kurun waktu tertentu yang akan mengakibatkan tingginya ketidakpastian. Misalnya sekarang ini Indonesia menggunakan sistem kurs mengambang bebas. Jadi yang paling mungkin dijadikan target adalah tingkat bunga atau agregat moneter, dan keduanya tidak dapat dilakukan secara bersama-sama, harus salah satu. Karena pilihan diantara keduanya harus dibuat, maka yang harus dilihat adalah kriteria yang digunakan untuk memilih target. Kriteria yang digunakan untuk memilih target adalah:

1. Dapat diukur
2. Dapat dikontrol
3. Dapat diperkirakan Pengaruhnya terhadap Tujuan

Mishkin (1998) menambahkan kebijakan tingkat bunga belum tentu lebih baik daripada kebijakan jumlah agregat moneter, karena sulit mengukur dan mengontrol tingkat bunga riil.

Di dalam tulisan ini, penulis menggunakan analisis deskriptif dan indikator *macroprudential* serta pendekatan sistem peringatan dini non parametrik. Sedangkan data yang digunakan adalah data publikasi dari situs Bank Indonesia (<http://www.bi.go.id>). Sementara untuk data yang berbasis triwulanan seperti Produk Domestik Bruto, dikonversikan ke dalam bulanan dengan membaginya secara rata-rata dari data triwulanan. Sedangkan pertumbuhan Produk Domestik Bruto (output) dari triwulanan menjadi bulanan dengan memakai angka pertumbuhan yang sama untuk bulan selama kurun waktu triwulan tersebut.

PEMBAHASAN

Pemerintah (<http://www.bi.go.id>) telah menetapkan target inflasi pada 2005 dan 2006 adalah sebesar 5,5 persen dengan ± 1 persen dan 5,0 persen dengan ± 1 persen. Namun, kenyataannya pada tahun 2005, inflasi telah melampaui target yaitu 17,11 persen (IHK).

Dari data inflasi, Produk Domestik Bruto (PDB), Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 1 bulan dan kurs Rupiah terhadap USD sejak tahun 2000 sampai dengan Juni 2005 yaitu kurun waktu sebelum digunakannya kebijakan *inflation targeting* oleh Bank Indonesia dan setelah penggunaan *inflation targeting* menunjukkan bahwa inflasi cenderung meningkat dan volatilitas juga meningkat. Memang terlalu dini menganggap bahwa *inflation targeting* kurang

berhasil. Ada beberapa negara *emerging market* juga mengalami kenaikan inflasi seperti Brazil, Afrika Selatan dan Thailand setelah menerapkan *inflation targeting*. Namun umumnya, kecenderungannya adalah menurun.

Namun, di sisi lain, terdapat peningkatan pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB). Sementara, kurs Rupiah terhadap USD juga secara rata-rata mengalami peningkatan walaupun volatilitasnya menurun. Yang mengherankan adalah variabel tingkat bunga SBI 1 bulan, yaitu rata-ratanya relatif tidak banyak berubah, sementara volatilitasnya malah menurun. Hal ini memberikan indikasi pada periode pascaIT, Bank Indonesia relatif lambat bereaksi untuk menaikkan suku bunga BI *rate* sebagai patokan pelaku pasar di dalam mengikuti lelang SBI. Inilah mungkin yang menjadi salah satu pemicu meningkatnya inflasi selain memang berasal dari kenaikan barang dan jasa *administered prices*. Lambatnya reaksi Bank Indonesia ini dapat dilihat dengan terdepresiasi Rupiah terhadap USD. Karena tingkat bunga *Federal Fund* justru terus meningkat. (*Tabel 1*)

Gambar 1 menunjukkan bahwa spread SBI 1 bulan dan *Federal Fund* secara riil meningkat. Hal ini bila tidak diantisipasi dengan kebijakan yang tepat akan berakibat terjadinya *capital outflow*. Dengan demikian, potensi terjadinya pelemahan Rupiah terhadap USD sangat besar. Ternyata memang pada akhir bulan Agustus 2005 terjadi pelemahan yang sangat besar dari Rupiah terhadap USD.

Sementara itu, tingkat inflasi domestik juga memiliki kecenderungan meningkat (*Gambar 2*). Harga minyak dunia yang terus meningkat pada awal 2005 membuat ekspektasi publik akan meningkatkan ekspektasi inflasi. Hal ini tidak direspon secara tepat dan cepat oleh Bank Indonesia pada saat itu. Padahal di dalam kebijakan *inflation targeting* adalah

Tabel 1. Kinerja Beberapa Variabel Ekonomi Makro Pra IT Dan Pasca IT

| | Inflasi (yoy) ¹ | SBI-1M ² | Pertumbuhan PDB ³ | Kurs Rp/USD ⁴ |
|----------------------------|----------------------------|---------------------|------------------------------|--------------------------|
| Rata-rata pra IT | 7.76 | 11.94 | 4.76 | 9152.98 |
| Standard Deviasi pra IT | 3.41 | 3.70 | 1.26 | 825.38 |
| Rata-rata pasca IT* | 13.65 | 11.62 | 5.16 | 9444.67 |
| Standard Deviasi pasca IT* | 4.39 | 1.34 | 0.28 | 473.68 |

Sumber: Bank Indonesia (<http://www.bi.go.id>)

IT=inflation targeting

1M=1 bulan

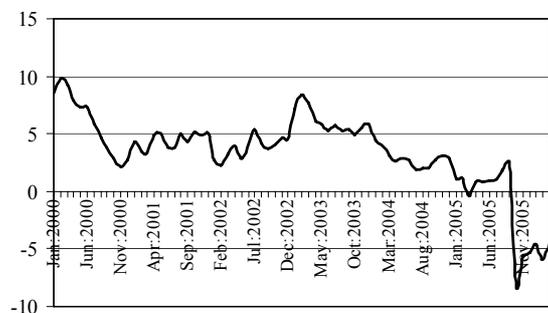
*Data pascaIT untuk indikator:

¹ sampai bulan Nopember 2006

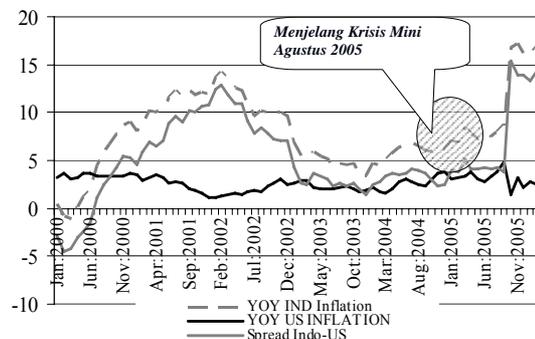
² sampai bulan Oktober 2006

³ sampai bulan September 2006

⁴ sampai 28 Desember 2006



Gambar 1. Spread SBI-Fed Fund Riil

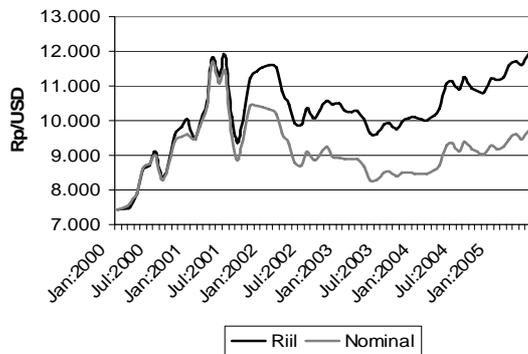


Gambar 2. Inflasi (yoy) Indonesia dan AS

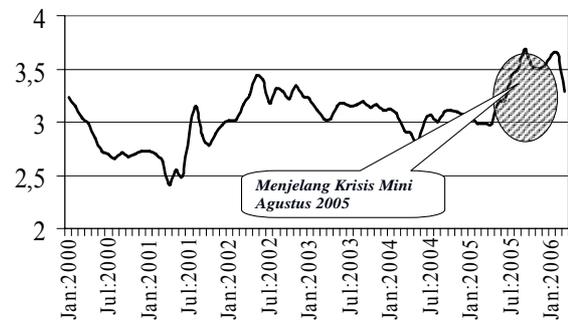
bersifat *forward looking*. Bila dikaitkan dengan kurs Rupiah dengan USD akibat inflasi yang terus meningkat ini, maka kurs riil dapat dilihat pada *Gambar 3*. Hal ini berarti bahwa kurs nominal pada saat itu dapat dikatakan *overvalued*.

Inflasi sangat berperan di dalam penentuan tingkat kurs riil. Studi empiris terbaru dari Taylor dan Taylor (2004) mengenai *purchasing power parity* (PPP) menunjukkan, dalam jangka panjang perbedaan antara nilai tukar nominal dengan dengan nilai tukar riil tidak akan terlalu jauh. Ini artinya, rupiah yang berada di kisaran 11 ribuan merupakan nilai yang

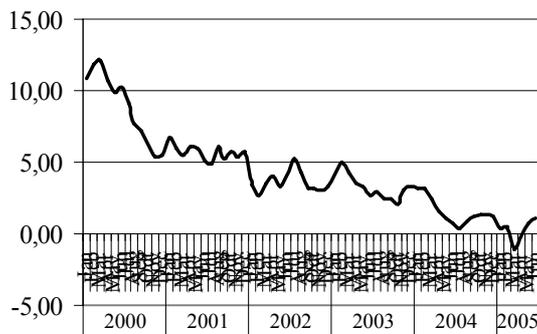
memang pantas. Apalagi, PPP cukup baik untuk menjelaskan di negara yang mengalami inflasi kronis dan akut seperti Indonesia. Nilai Rupiah yang anjlok pada Selasa, 29 Agustus 2005 mencapai Rp11 ribuan bukan hal yang mengagetkan, karena berbagai indikator saling mendukung menunjukkan adanya potensi akan terjadi pelemahan. Yang menjadi pertanyaan adalah hanya: kapan waktunya dan apa pemicunya. Namun, sayangnya kebijakan yang dilakukan beberapa bulan menjelang jatuhnya rupiah sangat konservatif dan hampir dapat dikatakan BI tidak mengantisipasi potensi risiko ini. Padahal, salah satu tugas dan domain BI



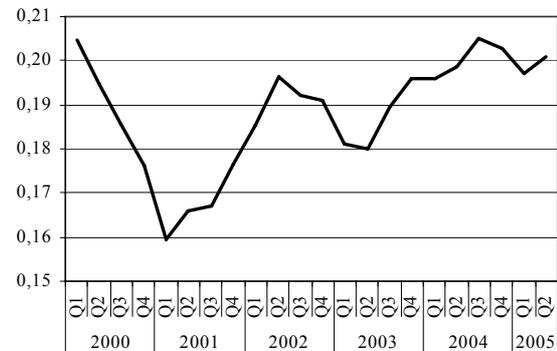
Gambar 3. Nilai Tukar Riil dan Nominal



Gambar 4 Rasio M2 -Cadangan Devisa



Gambar 5. Bunga Riil SBI-1M



Gambar 6. Rasio Kredit dan PDB

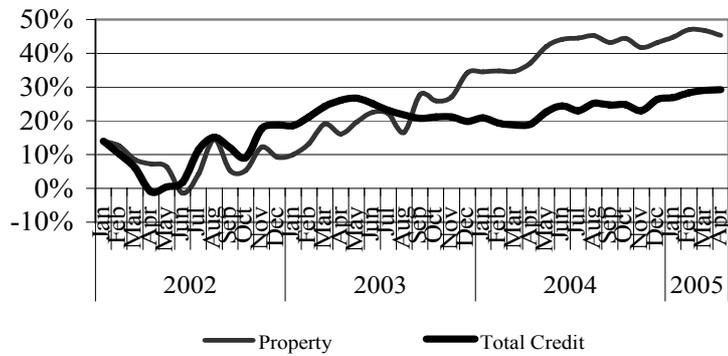
adalah menjaga rupiah. Hal ini ditunjukkan dengan terlalu lambannya BI menaikkan suku bunga SBI, sementara suku bunga the Fed terus meningkat. Memang, di satu sisi bila tingkat bunga dinaikkan terlalu cepat akan menghambat sektor riil untuk berkembang.

Namun kelebihan likuiditas di pasar memiliki potensi untuk terjadinya inflasi dan pelemahan rupiah. Hal ini ditunjukkan oleh *Gambar 4*. Rasio M2 terhadap cadangan devisa meningkat dengan cepat pada awal tahun 2005. Hal ini menunjukkan kelebihan likuiditas di pasar sehingga para pelaku pasar yang memahami hal ini memanfaatkan dengan mengkonversikannya ke dalam mata uang USD untuk

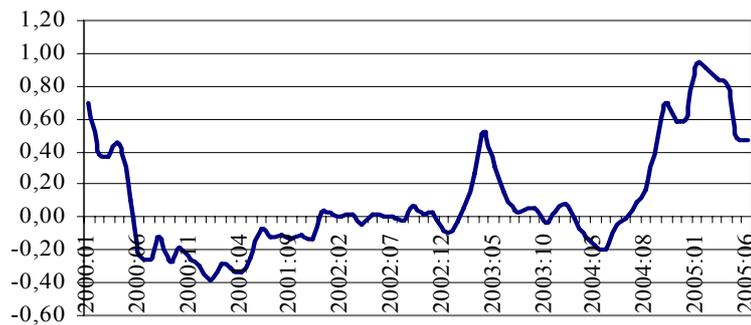
menghindari turunnya aset mereka (*flight to quality*)

Di sisi rasio penyaluran kredit terhadap PDB juga peningkatan yang cukup signifikan. Terjadi *trend* yang meningkat terhadap rasio ini. Hal ini memberikan indikasi pertumbuhan kredit mungkin tidak tersalur ke sektor riil sehingga tidak menyebabkan pertumbuhan ekonomi. *Gambar 6* menunjukkan fenomena ini. Sedangkan, pertumbuhan kredit properti juga sangat tinggi di atas pertumbuhan total kredit (*Gambar 7*)

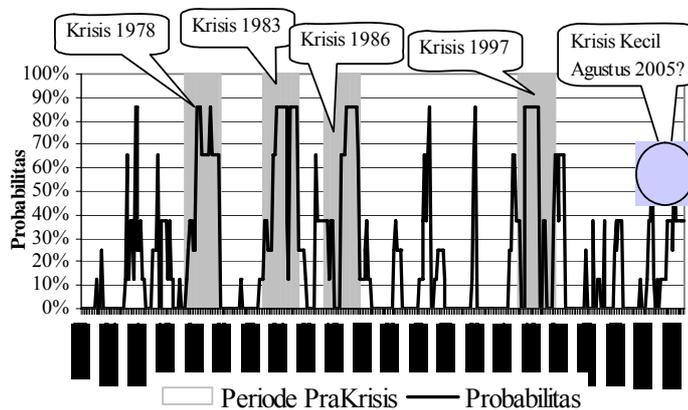
Apalagi bila dilihat pertumbuhan indeks harga saham gabungan (IHSG) Jakarta meningkat sangat fantastik. Menjelang terjadi-



Gambar 7. Pertumbuhan Kredit Properti dan Total



Gambar 8. Pertumbuhan IHS (y-o-y)



Gambar 9. Probabilitas Krisis 1971-2004

nya krisis mini 2005, pertumbuhan IHS hampir mencapai 80 persen. Hal ini sering terjadi menjelang krisis keuangan (*Gambar 8*).

Dari berbagai indikator *macroprudential* sederhana saja, sebenarnya dapat dilihat resiko

pelemahan Rupiah terhadap USD, apalagi inflasi pada saat itu tidak dijaga dengan baik pada tahap dimulainya kebijakan *inflation targeting*.

Bila merujuk hasil pengembangan sistem peringatan dini yang salah satunya dengan pendekatan non parametrik oleh Imansyah dan Kusdarjito (2005)¹, maka resiko pelemahan Rupiah terhadap USD sangatlah tinggi. Hal ini dapat dilihat pada *Gambar 9*. Tampaklah bahwa probabilitas akan terjadinya krisis di dalam 24 bulan setelah awal tahun 2004 cukup tinggi, signal peringatan dini telah menyala yang memberikan tanda adanya gangguan terhadap perekonomian. Indikator-indikator dini yang memberikan tanda adalah harga minyak dunia, defisit fiskal, rasio tingkat bunga kredit dengan simpanan, rasio investasi terhadap PDB dan tingkat pertumbuhan riil PDB.

Defisit berkaitan dengan harga minyak dunia yang semakin meningkat sehingga meningkatkan pengeluaran untuk subsidi (defisit fiskal). Selain itu, rasio investasi yang tak meningkat akibat masih kurang kondusifnya keamanan dan masalah perburuhan.

Salah satu tujuan *inflation targeting framework* adalah pengendalian tingkat inflasi supaya lebih dapat ditekan sehingga pada gilirannya akan memperkuat dan menstabilkan nilai tukar Rupiah terhadap USD. Karena salah satu domain kebijakan moneter adalah kestabilan harga dan nilai Rupiah.

Namun, ada beberapa persyaratan belum dapat dipenuhi sepenuhnya untuk menerapkan *inflation targeting*. Yang paling dominan menghambat penerapan *inflation targeting* adalah mengenai lemahnya institusi keuangan termasuk pengawasan dan peraturan kehati-hatian pemerintah, hutang dalam mata uang asing yang masih relatif besar dan rentannya *sudden stops* dari *capital inflows* (dominasi *external*). Tingginya *capital inflow* dalam investasi portofolio saham dan surat utang

negara memberikan resiko terjadinya *sudden stops*.

Untuk itu, berbagai hambatan tersebut harus dibenahi untuk memungkinkan bekerjanya kebijakan *inflation targeting* secara optimal.

KESIMPULAN

Setelah berjalan hampir setahun setengah, dari sisi kinerja inflasi masih belum memuaskan, karena justru rata-rata inflasi malah meningkat pada kurun waktu pascapenerapan kebijakan *inflation targeting* dibandingkan dengan kurun waktu pra penerapan *inflation targeting*. Demikian juga kurs nilai tukar Rupiah terhadap USD secara rata-rata melemah pascapenerapan *inflation targeting*.

Penerapan sebuah kebijakan memerlukan berbagai persyaratan yang harus dipenuhi supaya kebijakan tersebut dapat bekerja optimal. Kebijakan *inflation targeting* yang dijalankan oleh Bank Indonesia sejak Juli 2005 dengan masa transisi yang cukup ternyata belum dapat menghasilkan hasil optimal sebagaimana yang diharapkan. Memang sangatlah prematur bila menyatakan kebijakan *inflation targeting* ini tidak tepat, sebab persyarat untuk bekerjanya kebijakan tersebut secara umum belum dapat dipenuhi.

DAFTAR PUSTAKA

- Bank Indonesia. *Paket B Inflation targeting*. <http://www.bi.go.id>.
- Benigno, Pierpaolo and Michael, Woodford. 2006. *Optimal Inflation targeting under Alternatif Regimes*. *NBER Working Papers 12158*. <http://www.nber.org>.
- Bernanke, Ben S and Frederic, S., Mishkin. 1997. *Inflation targeting: A New*

¹ Untuk lebih detail mengenai metodologi dan hasil-hasilnya, lihat Imansyah dan Kusdarjito (2005)

- Framework for Monetary Policy?, *NBER Working Papers 5893*. <http://www.nber.org>.
- Fraga, Arminio., Ilan, Goldfajn and Andre, Minela. 2003. *Inflation targeting in Emerging Market Economies*. *NBER Working Papers 10019*. <http://www.nber.org>.
- Goldstein, Moris. 2002. *Managed Float Plus*. Peter G. Peterson Institute for International Economics. <http://www.petersoninstitute.org>.
- Hu, Yian. 2003. Empirical Investigations of *Inflation targeting*. Working Paper WP-03-6. Institute for International Economics. <http://www.iie.com>.
- Imansyah, M. Handry dan C, Kusdarjito. 2005. *Pengembangan Sistem Peringatan Dini bagi Krisis di Indonesia: Mencari Bentuk Pemodelan yang Tepat*. Academic Seminar 2005 Jakarta: Bank Indonesia - Pascasarjana Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia 16-17 November 2005.
- Kadioglu, Ferya., Nilufer, Ozddemir and Gokhan, Yilmaz. 2000. *Inflation targeting in Developing Countries*. Discussion Paper September. The Central Bank of the Republic of Turkey. Research Department.
- Mishkin, Frederic, S. 1998. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. International Student Edition. Fifth edition. London: Addison Wesley Longman Inc.
- Mishkin, Frederic, S. 2004. Can *Inflation Targeting* Work in Emerging Markets Countries? *NBER Working Papers 10646*. <http://www.nber.org>.
- Petursson, Thorarrin, G. 2000. Exchange Rate or *Inflation targeting* in Monetary Policy? *Monetary Bulletin no 1*.