

AGREGAT MONETER SEBAGAI SASARAN ANTARA KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Telisa Aulia F.

1. Pendahuluan

Kebijakan moneter di Indonesia sampai tahun 1997 masih terfokus pada target yang konvensional yaitu pertumbuhan uang beredar. Kebijakan moneter akan lebih efektif jika terpelihara hubungan yang stabil antara pertumbuhan uang beredar dengan sasaran akhir, seperti inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Namun hubungan ini menjadi tidak stabil karena beberapa faktor, yaitu kebijakan nilai tukar di Indonesia yang bersifat kurang fleksibel, pengaruh deregulasi dan perubahan struktural di sektor keuangan, serta *capital account* Indonesia terbuka. Faktor-faktor tersebut menyebabkan pergerakan uang beredar menjadi sangat *volatile*.

Tanpa hubungan yang erat antara uang beredar dengan sasaran akhir, kebijakan moneter tidak akan mencapai sasaran akhir yang ditargetkan. Namun sampai tahun 1998, otoritas moneter masih menggunakan uang beredar sebagai sasaran antara. Hal itu terjadi karena argumen yang mendasari penggunaan uang beredar sebagai sasaran antara. Berikut ini alasan mengapa uang beredar dihubungkan dengan output dan inflasi :

1. Uang beredar sebagai penyebab

Dalam mekanisme transmisi berdasarkan paradigma lama, penjualan SBI untuk mempengaruhi likuiditas perekonomian akan meningkatkan suku bunga jangka pendek. Penurunan tersebut secara perlahan akan menurunkan suku bunga jangka panjang dan suku bunga kredit. Penurunan suku bunga kredit akan meningkatkan konsumsi dan investasi, sehingga akan meningkatkan permintaan agregat. Peningkatan dalam aktivitas ekonomi akan mendorong inflasi. Mekanisme inilah yang mendasari penggunaan uang beredar sebagai sasaran antara.

2. Uang beredar sebagai indikator

Perubahan dalam agregat moneter adalah hasil perubahan dalam output dan inflasi. Peningkatan dalam aktivitas ekonomi dapat meningkatkan permintaan akan likuiditas. Jika peningkatan ini

mendorong arus modal masuk atau diakomodasi oleh Bank Sentral, maka akan meningkatkan *reserve money*. Dalam hal ini, agregat moneter dapat menyediakan informasi yang berharga mengenai arah perekonomian sekarang dan di masa mendatang.

2. Hubungan Antara Uang Beredar dan Inflasi

Aliran Klasik mengidentifikasi bahwa perubahan tingkat harga terjadi melalui *equation of exchange*. Aliran klasik berusaha melihat hubungan antara uang beredar nominal (M), tingkat harga (P), dan pendapatan nasional (Y). dengan persamaan sebagai berikut :

$$M \cdot V = P \cdot Y \dots \dots (1)$$

Dengan asumsi upah dan harga (P) adalah fleksibel sempurna, *velocity of money* konstan, dan output agregat (Y) dalam keadaan *full employment*, Fisher (1991) menyimpulkan bahwa perubahan tingkat harga hanya disebabkan oleh perubahan kuantitas uang (*inflation is always a monetary phenomenon*).

Berbeda dengan cara pandang klasik, aliran Keynesian mengasumsikan bahwa tingkat harga dan upah sangat kaku, dan inflasi bukan karena bertambahnya uang beredar tetapi karena terjadi ketidakseimbangan antara sisi permintaan dan penawaran dalam perekonomian. Bertambahnya uang beredar melalui mekanisme transmisi, memang akan dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi jangka pendek , tetapi dalam jangka panjang hanya akan menyebabkan inflasi (sifat uang netral).

Analisa yang mengidentifikasi uang beredar sebagai penyebab dan inflasi sebagai efeknya secara implisit menggambarkan bahwa analisa berdasarkan model makroekonomi dengan nilai tukar mengambang. Model yang digunakan adalah model Mundell Fleming. Model ini memodifikasi model Keynesian dengan memasukkan faktor mobilitas modal internasional.

Ketika diterapkan sistem nilai tukar mengambang, uang beredar sepenuhnya ada pada kontrol Bank Sentral. Dalam kasus ini uang beredar mempengaruhi suku bunga melalui *liquidity effect*. *Mundell Fleming Model* memprediksikan bahwa ekspansi kebijakan moneter yang meningkatkan likuiditas akan menurunkan tingkat suku bunga jangka pendek. Penurunan suku bunga jangka pendek akan menurunkan suku bunga jangka panjang. Penurunan suku bunga jangka panjang akan menstimulasi aktivitas ekonomi dan inflasi, sehingga akan mendepresiasi nilai tukar, yang kemudian kembali menstimulasi aktivitas ekonomi.

Proses detail berikut menjelaskan mengapa penambahan jumlah uang beredar bisa menyebabkan inflasi :

1. Bank Sentral meningkatkan jumlah uang beredar melalui Operasi Pasar Terbuka
2. Sistem finansial mengalami kelebihan likuiditas karena pembelian oleh Bank Sentral melalui Operasi Pasar Terbuka
3. Kelebihan likuiditas menyebabkan sistem finansial membeli surat berharga jangka pendek, yang mendorong harga surat berharga menjadi naik sehingga menurunkan suku bunga jangka pendek
4. Penurunan dalam suku bunga jangka pendek secara bertahap mempengaruhi suku bunga jangka panjang dan suku bunga kredit
5. Penurunan dalam suku bunga jangka panjang dapat mendorong peningkatan investasi dan pembelian konsumen sehingga permintaan untuk barang domestik meningkat
6. Penurunan suku bunga dalam negeri juga menyebabkan nilai tukar terdepresiasi sehingga meningkatkan daya saing barang dalam negeri. Hal itu juga meningkatkan permintaan agregat
7. Peningkatan dalam permintaan agregat akan mendorong permintaan dalam output. Dengan peningkatan permintaan agregat tersebut maka akan terjadi penurunan inventori, kenaikan upah dan harga input, dan peningkatan pemanfaatan kapasitas produksi. Sebagai akibatnya, perusahaan cenderung meningkatkan harga. Peningkatan jumlah uang beredar pada akhirnya menghasilkan inflasi.

Model yang dijelaskan di atas secara jelas menghubungkan antara uang beredar dengan inflasi. Model dalam skripsi ini akan menguji kekuatan hubungan antara uang beredar dengan inflasi.

3. Hubungan Antara Uang Beredar dan Pertumbuhan Ekonomi

Seperti yang sudah dijelaskan, ada beberapa perdebatan dalam peranan uang beredar dalam mencapai pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi. Menurut pandangan Keynesian, bertambahnya uang beredar melalui mekanisme transmisi, memang akan dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi jangka pendek, tetapi dalam jangka panjang hanya akan menyebabkan inflasi (sifat uang netral).

Ada beberapa alasan mengapa uang dihubungkan dengan output nasional, yaitu :

1. Uang beredar sebagai penyebab

Dalam mekanisme transmisi tradisional, penjualan SBI akan memperketat likuiditas perekonomian, kemudian meningkatkan suku bunga jangka pendek. Peningkatan dalam suku bunga jangka pendek lama kelamaan secara bertahap akan meningkatkan konsumsi dan investasi, kemudian mempengaruhi pertumbuhan ekonomi.

2. Uang beredar sebagai indikator

Pergerakan dalam agregat moneter mungkin dihasilkan oleh pergerakan dalam output nasional. Peningkatan dalam aktivitas ekonomi mungkin akan meningkatkan permintaan untuk likuiditas. Dalam hal ini, agregat moneter dapat menyediakan informasi yang berguna mengenai arah perekonomian di masa mendatang.

4. Model Ekonomi untuk Menguji Hubungan Antara Uang Beredar, Output, dan Inflasi

Untuk mengevaluasi penggunaan uang beredar sebagai sasaran antara, maka akan digunakan dua model ekonomi. Model yang pertama akan menguji hubungan antara pertumbuhan uang beredar dengan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan model yang kedua akan menguji hubungan antara pertumbuhan uang beredar dengan inflasi.

4.1. Hubungan Antara Pertumbuhan Uang Beredar dan Pertumbuhan Ekonomi Indonesia :

Model Bernanke dan Blinder (1992)

Model Bernanke dan Blinder yang akan digunakan dalam skripsi ini tampak dalam persamaan berikut :

$$dy_t = \alpha + \sum \delta_k dy_{t-k} + \sum \beta_k dm_{t-k} + \sum \tau_k i_{t-k} + z_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

- dy adalah ukuran pertumbuhan output
- dm adalah pertumbuhan uang beredar
- i adalah tingkat *interest rate differential*
- z merupakan *dummy variable*
- ε merupakan *random error*
- lambang t menunjukkan waktu t
- k merupakan *lag* dari setiap variable.

Model ini menggunakan data triwulanan sehingga untuk setiap variabel di sisi kanan menggunakan *lag* 4 kuarter. Model merupakan *distributed lag relationship* dengan *finite lag*, karena *lag* dispesifikasikan

empat triwulan. Adanya *lag* menandakan bahwa variabel yang diterangkan bereaksi terhadap variabel penjelas membutuhkan waktu.

Spesifikasi model :

1. Pertumbuhan ekonomi dijadikan sebagai variabel yang diterangkan (yang dipengaruhi), karena pertumbuhan ekonomi sebagai tujuan final dari kebijakan moneter, yang diasumsikan dalam model dipengaruhi oleh agregat moneter, pertumbuhan ekonomi sebelumnya, dan oleh tingkat bunga.
2. Pertumbuhan agregat moneter dijadikan sebagai variabel penjelas (yang mempengaruhi). Karena modelnya adalah *distributed lag model* maka pertumbuhan agregat moneter yang dijadikan variabel penjelas mencakup pertumbuhan agregat moneter kuartal sebelumnya. Dalam hal ini yang dijadikan ukuran agregat moneter adalah uang beredar, baik M1 maupun M2.
3. *Interest rate differential* dijadikan sebagai variabel penjelas. *Interest rate differential* yang akan digunakan adalah perbedaan antara tingkat suku bunga SBI dan tingkat suku bunga LIBOR. *Interest rate differential* dijadikan variabel penjelas pertumbuhan ekonomi karena *interest rate differential* sekaligus menggambarkan kebijakan nilai tukar dan kebijakan moneter.
3. *Dummy variable* digunakan untuk deregulasi perbankan tahun 1988, 0 untuk sebelum deregulasi (dari 1984:1 sampai 1988:3); 1 untuk setelah deregulasi perbankan

Asumsi-asumsi yang digunakan dalam model

1. Negara dengan perekonomian terbuka, dengan adanya *capital mobility*
2. Sistem nilai tukar yang digunakan adalah nilai tukar mengambang

Sampel dan Sumber Data

Sampel data yang akan digunakan adalah dari tahun 1984 triwulan 1 sampai tahun 1997 triwulan 2. Penggunaan data dimulai dari tahun 1984 karena untuk suku bunga SBI, tersedia sejak tahun 1984 karena instrumen SBI baru diperkenalkan pada tahun 1984. Data yang digunakan merupakan data sebelum krisis untuk menghindari data menjadi tidak stasioner. Data-datanya tersedia pada lampiran 4. Sumber data juga disebutkan dengan jelas pada lampiran 4.

Data yang digunakan adalah data *time series* Indonesia (data triwulanan), karena yang akan diteliti adalah hubungan antara

Agregat Moneter Sebagai Sasaran Antara Kebijakan Moneter ... (Telisa)

pertumbuhan ekonomi dengan pertumbuhan uang beredar untuk Indonesia saja.

Data-data yang akan digunakan beserta notasinya adalah sebagai berikut

1. Pertumbuhan ekonomi, dengan menggunakan pertumbuhan PDB nominal ; sumber data Statistik Indikator Makroekonomi Indonesia, BPS, beberapa penerbitan. Notasi yang digunakan dalam pengujian adalah:

PDBN untuk pertumbuhan PDB nominal

2. Uang beredar , M1 dan M2, diambil dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia, Bank Indonesia, beberapa penerbitan. Notasi yang digunakan dalam pengujian :

M1 untuk pertumbuhan M1

M2 untuk pertumbuhan M2

3. Tingkat suku bunga SBI, diambil dari Laporan Tahunan Bank Indonesia, beberapa penerbitan, yaitu suku bunga SBI 30 hari. Sedangkan tingkat suku bunga LIBOR 30 hari diperoleh dari *International Financial Statistics* (IFS). Selisih antara tingkat suku bunga SBI dan suku bunga LIBOR adalah *interest rate differential* . Notasi yang digunakan adalah :

IRD untuk tingkat *interest rate differential*

4. *Dummy variable* untuk deregulasi perbankan tahun 1988. Sebelum tahun 1988 triwulan 4 digunakan kode 0 dan mulai tahun 1988 triwulan 4 digunakan kode 1.

Data-data tersebut terdapat pada bagian lampiran.

Metode statistik yang Digunakan

1. *Granger Causality Test*

Granger dan Sims membuat suatu tes apakah terdapat hubungan kausalitas antara suatu variabel dengan variabel yang lain. Menurut Granger, jika “X menyebabkan Y” maka perubahan dalam X harus mendahului perubahan dalam Y. Untuk menyatakan bahwa “X menyebabkan Y” ada dua kondisi yang harus dipenuhi, yaitu :

- X harus dapat memprediksi Y dalam regresi, artinya:

$$Y_t = f(Y_{t-1}, X_{t-1}) \dots \dots \dots (3)$$

- Y tidak boleh memprediksi X, artinya jika X menjelaskan Y dan Y menjelaskan X, maka ada variabel lain yang menyebabkan X dan Y.

Untuk mengevaluasi apakah kedua kondisi ini terpenuhi maka hipotesa awal adalah : X tidak menyebabkan Y. Jika ternyata nilai F statistik dari H_0 tersebut signifikan maka memang benar bahwa X menyebabkan Y.

Dalam skripsi ini memang akan digunakan metode Granger ini, hanya saja dengan modifikasi tujuan. Tujuan penelitian dalam skripsi ini bukan untuk mengetahui hubungan kausalitas di antara uang beredar dan pertumbuhan ekonomi tetapi lebih ditekankan untuk mengetahui kekuatan hubungan antara uang beredar dan pertumbuhan ekonomi. Makin besar nilai F statistik yang diperoleh berarti makin kuat hubungan antara uang beredar dan pertumbuhan ekonomi.¹

Sebagai bahan perbandingan maka diuji kekuatan hubungan antara *interest rate differential* dengan pertumbuhan ekonomi. Alternatif kebijakan yang berkembang sekarang adalah dengan mentargetkan *interest rate differential* daripada agregat moneter. Dengan membandingkan variabel mana yang lebih kuat hubungannya ke pertumbuhan ekonomi, apakah *interest rate differential* atau pertumbuhan ekonomi.

Untuk mengevaluasi apakah variabel X menyebabkan variabel Y, maka harus menguji dengan melakukan dua regresi, yaitu :

$$\text{Unrestricted Regression} : Y = \sum \alpha_i Y_{t-i} + \sum \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\text{Restricted Regression} : Y = \sum \alpha_i Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Sum of squared residual dari setiap regresi digunakan untuk menghitung nilai F statistik dan menguji apakah koefisien β_1, β_2 , dst secara signifikan berbeda dari nol.

2. Variance Decomposition

Variance decomposition melakukan dekomposisi terhadap variasi dalam variabel endogen dalam VAR (*Vector Autoregression*). *Vector autoregression* biasa digunakan untuk melakukan peramalan dari data *time series* yang saling berhubungan dan untuk menganalisa dampak dari gangguan random terhadap sistem dari variabel.

¹ Metode Granger untuk mengetahui kekuatan hubungan antara variabel ekonomi pernah dilakukan oleh Friedman(1993) dan Bernanke dan Blinder(1992).

Variance decomposition melakukan pemecahan terhadap varians dari *forecast error* dari setiap variabel ke dalam komponen yang dapat mempengaruhi variabel endogen.²

Uji Kestasioneran Data

Prasyarat dilakukan analisa ekonometri dengan data *time series* adalah digunakannya data-data yang stasioner. Uji ini sangat perlu dilakukan, karena data yang tidak stasioner akan mengarahkan ke hasil yang bias. Jika karakteristik proses stokastik berubah dari waktu ke waktu, yaitu jika prosesnya bukan stasioner, sulit untuk merepresentasikan deret waktu dengan model yang dibangun. Uji untuk menentukan apakah data yang digunakan dalam skripsi ini stasioner atau tidak adalah dengan menggunakan *Augmented Dickey Fuller Test* dan dengan melihat *correlogram*.

Dari hasil uji ADF didapatkan bahwa ternyata seluruh data yang akan digunakan stasioner. Hipotesa awal adalah adanya *unit root* (*random walks*). Ternyata dengan nilai ADF test yang lebih besar dari MacKinnon Critical Values menunjukkan bahwa hipotesa adanya *unit root* dapat ditolak, artinya data tersebut adalah stasioner (walaupun pada tingkat signifikansi yang berbeda).

Hasil Empiris

1. *Granger Causality Test*

Ada dua hipotesa yang akan diuji sekaligus, yaitu :

Hubungan antara pertumbuhan uang beredar dan pertumbuhan ekonomi

Ho : Pertumbuhan uang beredar bukan penyebab pertumbuhan ekonomi

H1 : Pertumbuhan uang beredar sebagai penyebab pertumbuhan ekonomi

Hubungan antara *interest rate differential* dan pertumbuhan ekonomi

Ho : *Interest rate differential* bukan penyebab pertumbuhan ekonomi

H1 : *Interest rate differential* sebagai penyebab pertumbuhan ekonomi

Dengan menggunakan data Indonesia tahun 1984 triwulan 1 sampai tahun 1997 triwulan 2 maka dihasilkan hasil uji sebagai berikut :

² Pindyck Robert S., dan Rubinfeld, Daniel L. , *Economic Models and Economic Forecast*, hlm. 433-434

Granger Causality Test (Agregat Moneter dan PDB nominal)

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/21/00 Time: 08:17

Sample: 1984:1 1997:2

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M2 does not Granger Cause PDBN	50	0.16335	0.95571
PDBN does not Granger Cause M2		0.38759	0.81626
IRD does not Granger Cause PDBN	50	0.27572	0.89197
PDBN does not Granger Cause IRD		1.01451	0.41117

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/21/00 Time: 08:10

Sample: 1984:1 1997:2

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M1 does not Granger Cause PDBN	50	1.49354	0.22188
PDBN does not Granger Cause M1		1.94700	0.12087
IRD does not Granger Cause PDBN	50	0.27572	0.89197
PDBN does not Granger Cause IRD		1.01451	0.41117

Analisa Hasil Uji Dengan Granger Causality Test

Dari uji dengan *Granger Causality Test* dapat disimpulkan bahwa pada taraf nyata 10% sekalipun hubungan antara pertumbuhan uang beredar dengan pertumbuhan PDB nominal adalah sangat lemah. Baik M1 maupun M2 memiliki kaitan yang lemah dengan PDB nominal. Hal itu terlihat dari nilai F statistik yang tidak signifikan. Sebagai perbandingan, hubungan antara *interest rate differential* dengan PDB nominal juga lemah, sehingga hipotesa nol tidak memungkinkan untuk ditolak meskipun pada taraf nyata 10%. Dapat disimpulkan bahwa tidak ada *target variable* yang secara signifikan berhubungan dengan PDB Nominal.

2. Uji dengan *Variance Decomposition*

Berikut hasil *variance decomposition* terhadap variabel PDB nominal :

Tabel 4.3 : Variace Decomposition dari PDB nominal

Variance Decomposition of PDBN (Agregat Moneter M2)

Period	S.E.	PDBN	M2	IRD	DUMMY
1	3.194032	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.435884	97.21075	0.575739	2.089874	0.123635
3	3.527844	95.55842	1.235335	2.619181	0.587060
4	3.660131	90.43101	2.210990	3.283699	4.074302

Variance Decomposition of PDBN (Agregat Moneter M1)

Period	S.E.	PDBN	M1	IRD	DUMMY
1	2.859856	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.017389	94.49374	0.085951	5.278013	0.142298
3	3.235666	94.50581	0.485834	4.735011	0.273340
4	3.467810	85.13065	4.064416	6.976288	3.828645

Kolom kedua pada tabel tersebut menunjukkan *standard error* dari *forecast* untuk horizon waktu triwulan 1, 2, 3, dan 4. *Forecast error* pada triwulan 2 dipengaruhi oleh *forecast error* pada triwulan 1, dan seterusnya. Hal itu jelas terjadi karena pada *forecast* triwulan 2, dipengaruhi oleh *forecast* pada triwulan 1. Sehingga makin panjang horizon waktunya, makin besar *forecast error*.

Uji dengan *variance decomposition* (untuk agregat moneter M2) menunjukkan bahwa *interest rate differential* (IRD) memiliki *predictive power* yang relatif lebih kuat dalam menjelaskan *error variance* dalam pertumbuhan PDB nominal dibandingkan dengan pertumbuhan M2.

Misalnya saja pada triwulan 2 di muka variabel IRD dapat menjelaskan 2.09% *error variance* dalam pertumbuhan PDB nominal, sedangkan pertumbuhan M2 hanya mampu menjelaskan sebesar 0.57%.

Pada periode 3 triwulan di muka, *error variance* dari pertumbuhan PDB nominal dijelaskan oleh dirinya sendiri sebesar 94.5%, oleh IRD sebesar 2.61%, dan oleh pertumbuhan M2 hanya sebesar 1.23%.

Hal yang sama juga terjadi jika persamaan dalam bentuk pertumbuhan M1. Pada periode 2 triwulan di muka IRD dapat menjelaskan *error variance* dari PDB nominal sebesar 5.28%, sedangkan pertumbuhan M1 hanya dapat menjelaskan sebesar 0.086%.

Dari hasil tersebut dapat disimpulkan sementara bahwa signifikansi agregat moneter sebagai sasaran antara sudah mulai berkurang dengan semakin berkembangnya sistem keuangan di Indonesia. Di lain pihak peranan IRD semakin meningkat dalam menjelaskan pertumbuhan PDB nominal.

4.2. Hubungan Antara Pertumbuhan Uang Beredar dengan Inflasi : Model Timothy Bond

$$\pi_t = \alpha + \sum \delta_k \pi_{t-k} + \sum \beta_k dm_{t-k} + \sum \phi_k di_{t-k} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (4)$$

Keterangan :

π adalah ukuran inflasi

dm adalah pertumbuhan agregat moneter

di adalah pertumbuhan dalam *interest rate variable (interest rate differential)*

Lambang t menggambarkan waktu sedangkan lambang k menggambarkan *lag* setiap variabel, dalam hal ini digunakan *lag 4* kuartar.

Spesifikasi model :

1. Laju inflasi dijadikan sebagai variabel yang diterangkan (yang dipengaruhi), karena pertumbuhan ekonomi sebagai tujuan final dari kebijakan moneter, yang diasumsikan dalam model dipengaruhi oleh agregat moneter, dan oleh pertumbuhan dalam *interest rate differential*. Yang digunakan untuk mengukur laju inflasi adalah pertumbuhan IHK (Indeks Harga Konsumen) dan IHPB tanpa migas (Indeks Harga Perdagangan Besar), notasi yang digunakan dalam model adalah:

Agregat Moneter Sebagai Sasaran Antara Kebijakan Moneter ... (Telisa)

IHK untuk Indeks Harga Konsumen

IHPB untuk Indeks Harga Perdagangan Besar Tanpa Migas

IHPB yang digunakan dengan mengeluarkan item migas karena unsur migas mengandung unsur random yang sangat besar.

2. Pertumbuhan agregat moneter dijadikan sebagai variabel penjelas (yang mempengaruhi). Karena modelnya adalah *distributed lag model* maka pertumbuhan agregat moneter yang dijadikan variabel penjelas mencakup pertumbuhan agregat moneter kuartar sebelumnya. Dalam hal ini yang dijadikan ukuran agregat moneter adalah uang beredar, baik M1 maupun M2. Notasi yang digunakan adalah :

M1 untuk pertumbuhan M1

M2 untuk pertumbuhan M2

3. Pertumbuhan *Interest rate differential* dijadikan sebagai variabel penjelas. *Interest rate differential* yang akan digunakan adalah perbedaan antara tingkat suku bunga SBI dan tingkat suku bunga LIBOR. *Interest rate differential* dijadikan variabel penjelas pertumbuhan ekonomi karena *interest rate differential* sekaligus menggambarkan kebijakan nilai tukar dan kebijakan moneter. Notasi yang digunakan adalah DIRD (pertumbuhan *interest rate differential*).

Asumsi Yang Digunakan dalam Model

1. Negara dengan perekonomian terbuka, dengan adanya *capital mobility*
2. Sistem nilai tukar yang digunakan adalah nilai tukar mengambang

Sampel dan Sumber Data

Sama dengan uji sebelumnya, digunakan data Indonesia dari tahun 1984 triwulan 1 sampai tahun 1997 triwulan 2. Data-datanya tersedia dalam lampiran 4. Sumber data disebutkan dengan jelas pada lampiran 4.

Uji kestasioneran data

Dengan menggunakan ADF test, maka diketahui bahwa semua data yang akan digunakan dalam model merupakan data yang stasioner walaupun pada tingkat signfikansi yang berbeda (1%, 5%, 10%).

Metode Penelitian Yang Digunakan

1. *Granger Causality Test*

2. *Variance Decomposition*

Hasil Empiris

.Granger Causality Test

ada dua hipotesa yang akan diuji sekaligus, yaitu :

Hubungan antara pertumbuhan uang beredar dan laju inflasi

H₀ : Pertumbuhan uang beredar bukan penyebab laju inflasi

H₁ : Pertumbuhan uang beredar sebagai penyebab inflasi

Hubungan antara interest rate differential dan laju inflasi

H₀ : Pertumbuhan *Interest rate differential* bukan penyebab laju inflasi

H₁ : *Interest rate differential* sebagai penyebab laju inflasi

Granger Causality Test (Agregat Moneter dan Laju Inflasi)

Untuk Laju IHK

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 31/22/00 Time: 18:04

Sample: 1984:1 1997:2

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M2 does not Granger Cause IHK	50	0.15756	0.95846
IHK does not Granger Cause M2		0.73497	0.57346
DIRD does not Granger Cause IHK	50	1.31183	0.28165
IHK does not Granger Cause DIRD		0.04766	0.99556

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 31/22/00 Time: 18:10

Sample: 1984:1 1997:2

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M1 does not Granger Cause IHK	50	0.45029	0.77156
IHK does not Granger Cause M1		2.23275	0.08213
DIRD does not Granger Cause IHK	50	1.31183	0.28165
IHK does not Granger Cause DIRD		0.04766	0.99556

Untuk Laju Inflasi IHPB Tanpa Migas

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 01/03/01 Time: 21:35

Sample: 1984:1 1997:2

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M1 does not Granger Cause IHPB	49	0.86595	0.51285
IHPB does not Granger Cause M1		0.38789	0.85399
DIRD does not Granger Cause IHPB	49	1.20924	0.32349
IHPB does not Granger Cause DIRD		0.88076	0.50332

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 01/08/01 Time: 21:37

Sample: 1984:1 1997:2

Lags: 5

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M2 does not Granger Cause IHPB	49	1.02501	0.41678
IHPB does not Granger Cause M2		0.24015	0.94216
DIRD does not Granger Cause IHPB	49	1.20924	0.32349
IHPB does not Granger Cause DIRD		0.88076	0.50332

Masalah uji pelanggaran asumsi dalam *Granger Causality Test*

Yang paling relevan dengan masalah ini adalah kolinearitas berganda. Karena Granger bertujuan menguji sekelompok koefisien (dan bukan secara individual) maka masalah tersebut dapat dihindari.

Analisa Terhadap Hasil Uji Granger Causality

Dari hasil uji *Granger Causality* tersebut tampak bahwa DIRD lebih kuat hubungannya dengan laju IHK, yang ditunjukkan dengan nilai F statistik yang lebih besar daripada pertumbuhan M1 dan M2 (walaupun belum signifikan). Hal ini disebabkan karena data yang digunakan adalah data IHK yang mengandung unsur *shocks (random)*. Jika indikator yang digunakan sebagai laju inflasi adalah IHPB, hasil yang diperoleh juga tidak jauh berbeda.

Sebagai bahan perbandingan, penelitian yang dilakukan oleh Timothy Bond dengan menggunakan data bulanan Indonesia dari bulan Januari 1986 sampai bulan Maret 1994 menghasilkan signifikansi yang cukup kuat dari DIRD jika dihubungkan dengan laju inflasi inti (*core inflation*). Nilai F statistik yang diperoleh DIRD adalah 2.38. (lampiran 1). Dengan demikian, DIRD memiliki hubungan yang lebih erat (dibandingkan pertumbuhan uang beredar) dengan laju inflasi, terutama dengan inflasi inti.

Namun, hasil dari *Granger Causality Test* harus diinterpretasikan secara lebih berhati-hati. Hasil di atas bukan berarti menargetkan suku bunga adalah cara yang terbaik untuk menstabilkan inflasi. Target yang optimal tergantung juga pada jenis dan besarnya *shocks* terhadap perekonomian. Yang ditekankan dalam skripsi ini bahwa hasil uji statistik menunjukkan bahwa *interest rate differential* adalah faktor penentu yang penting dari aktivitas ekonomi dan inflasi.

2. Variance Decomposition

Seperti telah disebutkan bahwa *variance decomposition* digunakan untuk mengetahui variabel mana yang memberikan kontribusi utama terhadap guncangan dalam laju inflasi (IHK).

Variance Decomposition Terhadap Laju Inflasi

Untuk Laju Inflasi IHK

Variance Decomposition of IHK (Agregat Moneter M1)

Period	S.E.	IHK	DIRD	M1
1	1.018736	100.0000	0.000000	0.000000
2	1.111285	86.56712	11.93517	1.497714
3	1.127205	84.86125	12.75531	2.383442

Agregat Moneter Sebagai Sasaran Antara Kebijakan Moneter ... (Telisa)

4	1.145656	82.55531	12.34780	5.096894
---	----------	----------	----------	----------

Variance Decomposition of IHK (Agregat Moneter M2)

Period	S.E.	IHK	DIRD	M2
1	1.018387	100.0000	0.000000	0.000000
2	1.105948	86.91357	11.85682	1.229604
3	1.135287	84.03263	12.00789	3.959488
4	1.140143	83.50742	11.91259	4.579996

Dari hasil uji di atas tampak bahwa DIRD (pertumbuhan IRD) jauh memiliki *predictive power* yang lebih kuat daripada pertumbuhan M1 maupun M2. DIRD mampu menjelaskan *error variance* dari laju IHK rata-rata 11-12% selama triwulan 2,3,4 di muka. Sedangkan pertumbuhan M1 dan M2 hanya mampu menjelaskan 1-5% saja. *Standard error* menunjukkan besarnya *forecast error* dalam suatu periode. Sumber dari *forecast error* adalah variasi dalam nilai sekarang dan masa mendatang dari setiap perubahan terhadap variabel endogen dalam VAR.

5. Beberapa catatan atas hasil pengujian

5.1. Uang Beredar, Suku Bunga, dan Pertumbuhan Ekonomi

Pengujian empiris di Indonesia menunjukkan bahwa agregat moneter memiliki keterkaitan yang lemah dengan pertumbuhan ekonomi sebagai sasaran akhir kebijakan moneter. Sebagai akibatnya kegunaan agregat moneter sebagai sasaran antara mulai berkurang. Permasalahan terutama muncul dari arus modal masuk (*capital inflow*) dan perubahan struktural dalam sektor perbankan. Dalam model diasumsikan bahwa di Indonesia diterapkan sistem nilai tukar mengambang (fleksibel), namun dalam kenyataannya Bank Sentral melakukan intervensi di pasar valas sehingga jumlah uang beredar tidak sepenuhnya ada di bawah kontrol Bank Sentral. *Capital account* Indonesia yang terbuka dan kebijakan nilai tukar yang infleksibel telah mengakibatkan peningkatan arus modal masuk jangka pendek dari luar negeri. Misalnya saja meningkatnya M1 menggambarkan peningkatan dalam *money demand* yang mendorong arus modal masuk. Peningkatan dalam permintaan ini tidak berpengaruh

terhadap suku bunga atau aktivitas ekonomi. Pasar valuta asing bersifat *volatile*. Ketika nilai tukar infleksibel, *votality* tampak dari fluktuasi *net foreign asset* dan dalam uang primer, meskipun dilakukan sterilisasi. Pertumbuhan uang beredar yang cepat memang bisa mempengaruhi pertumbuhan ekonomi, tapi *votality* karena kebijakan nilai tukar telah mengaburkan hubungan ini.

Ketika Indonesia semakin terintergrasi dalam pasar dunia, mentargetkan agregat moneter sebagai sasaran antara akan semakin sulit. Peningkatan besar dan frekuensi arus modal masuk akan menyebabkan agregat moneter sangat rentan terhadap perubahan di pasar finansial dunia. Oleh sebab itu, mengembangkan alternatif dari *monetary targeting* sangat diperlukan untuk menyediakan suatu kerangka yang berguna bagi pengambilan keputusan di masa mendatang.

5.2. Uang Beredar, Suku Bunga, dan Laju Inflasi

Ada beberapa alasan mengapa hubungan antara uang beredar dengan inflasi menjadi sangat lemah.

1. Model berdasarkan asumsi bahwa nilai tukar mengambang. Dalam kenyataannya, Bank Sentral menetapkan tingkat kurs beli dan kurs jual harian, dan berkomitmen dengan pelaku pasar untuk bertransaksi pada tingkat ini. Nilai tukar nominal terdepresiasi secara perlahan dan bersifat infleksibel sepanjang waktu. Bank Sentral juga bertujuan untuk memelihara cadangan devisa. Karena itu jumlah uang beredar tidak sepenuhnya pada kontrol Bank Sentral. Dengan adanya intervensi Bank Sentral maka *net foreign asset* dan juga uang primer akan berubah setiap hari. Dalam kasus ini pertumbuhan uang beredar bisa tidak berhubungan dengan laju inflasi. Misalnya, peningkatan dalam jumlah uang beredar mungkin saja menggambarkan peningkatan dalam permintaan uang yang akan mendorong terjadinya arus modal masuk. Tapi peningkatan ini tidak menggambarkan inflasi di masa mendatang.
2. Pasar valuta asing bersifat *volatile*. Ketika kebijakan nilai tukar infleksibel, NFA dan uang primer juga *volatile*. Karena *votality* dalam uang primer disebabkan oleh kebijakan nilai tukar maka perubahan jumlah uang beredar menjadi indikator yang kurang menggambarkan apakah disebabkan kebijakan nilai tukar yang infleksibel atau menggambarkan inflasi di masa mendatang.
3. Deregulasi finansial dan perubahan dalam *prudential regulation* dapat memutuskan hubungan antara uang beredar dan inflasi. Dalam kondisi finansial yang berubah secara cepat, perkembangan dalam jumlah uang

beredar mungkin terjadi tanpa menyebabkan perubahan dalam suku bunga, aktivitas ekonomi atau inflasi.

4. Perkembangan *interest-bearing substitutes* memperlemah efek dari operasi pasar terbuka untuk mempengaruhi suku bunga.

Deregulasi dan inovasi dalam sistem finansial merupakan alasan yang paling utama dari putusanya hubungan antara uang beredar dan inflasi di negara-negara industri, sekalipun dengan sistem nilai tukar mengambang. Penelitian di negara-negara industri menunjukkan bahwa tingkat suku bunga lebih terkait erat dengan laju inflasi daripada agregat moneter.³ Hal yang sama juga berlaku di Indonesia karena *interest rate differential* lebih terkait erat dengan laju inflasi daripada agregat moneter. Hanya saja lemahnya hubungan antara uang beredar dan inflasi di Indonesia disebabkan baik oleh kebijakan nilai tukar maupun deregulasi finansial.

5.3. *Interest Rate Differential* Sebagai Indikator Kebijakan Moneter

Dalam model di atas sudah terlihat bahwa bias kebijakan moneter lebih ditentukan oleh kebijakan moneter dan nilai tukar daripada pertumbuhan agregat moneter sendiri. *Interest rate differential* menggambarkan perubahan baik dalam kebijakan moneter maupun nilai tukar. Hal ini sesuai dengan *interest parity condition* sebagai berikut :

$$i = i^* + e + rp \dots \dots (5)$$

i adalah tingkat suku bunga dalam negeri, yang digambarkan oleh satu bulan SBI

i^* adalah tingkat suku bunga luar negeri, yang merupakan suku bunga dari *foreign deposit*, diambil pendekatan satu bulan LIBOR (*London Interbank Offer Rate*)

e merupakan *expected rate of exchange rate depreciation*

rp adalah *risk premium*

Persamaan (5) dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$i - i^* = e + rp \dots \dots (6)$$

Sehingga perubahan dalam *interest rate differential* dapat terjadi karena dua faktor, yaitu :

³ Timothy J. Bond, "Money, Interest Rate, and Inflation," dalam *Meta Project : URES Discussion Paper*, Bank Indonesia, Juni 1994, hlm. 6-12.

1. Perubahan dalam ekspektasi depresiasi nilai tukar nominal. Peningkatan ekspektasi depresiasi nilai tukar nominal dapat membuat aset luar negeri menjadi lebih menarik. Untuk mengkompensasinya maka tingkat suku bunga SBI dinaikkan.
2. Perubahan dalam *risk premium*. Perubahan *risk premium* terjadi karena beberapa hal. Pertama, *risk premium* akan meningkat jika jumlah SBI yang outstanding meningkat karena pasar akan meminta *return* yang lebih tinggi. Kedua, *risk premium* akan berubah ketika restriksi terhadap mobilitas modal berubah. Jadi *interest rate differential* juga menggambarkan secara tidak langsung manajemen moneter, seperti pagu pinjaman luar negeri yang dimulai tahun 1991 dan *moral suasion*. Terakhir, peningkatan ketidakpastian dalam tingkat depresiasi nilai tukar nominal juga akan meningkatkan *risk premium*.

Kesimpulan yang dapat diambil bahwa *interest rate differential* menggambarkan kebijakan nilai tukar dan kebijakan moneter.

5.4. Kelemahan dari Pengujian Yang Dilakukan

Penulis menyadari pengujian yang telah dilakukan di atas memiliki kelemahan dari segi pengujian secara statistik dan ekonometri. Kelemahan tersebut antara lain adalah :

1. Model yang digunakan hanya memperhitungkan peranan variabel moneter dalam menentukan laju inflasi maupun pertumbuhan ekonomi. Peranan fiskal tidak disebutkan dalam pengujian tersebut. Friedman (1993), Bernanke dan Blinder (1992) mengabaikan variabel fiskal karena menurut hasil penelitian mereka variabel fiskal tidak signifikan dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi maupun laju inflasi.
2. Skripsi ini hanya membahas kekuatan hubungan antara variabel-variabel yang telah disebutkan tapi tidak melakukan analisa dengan regresi. Analisa regresi bertujuan untuk mengetahui *sensitivity level* dari perubahan suatu variabel terhadap variabel lain. Alasan penulis, karena tujuan dari skripsi ini hanya ingin mengetahui besarnya kekuatan hubungan, bukan untuk mengetahui *sensitivity level*-nya. Lagipula karena modelnya merupakan *distributed lag model*, yang sangat sarat dengan masalah kolinearitas berganda maka interpretasi terhadap hasilnya menjadi kurang relevan.
3. Metode Granger yang digunakan dalam pengujian juga memiliki kelemahan. Metode Granger hanya bisa menguji kekuatan antara dua variabel saja secara berpasangan, tapi tidak bisa dipasangkan secara bersama-sama. Namun, untuk mengetahui kekuatan hubungan metode Granger cukup memberikan gambaran seberapa besar kekuatan

hubungan antar variabel. Masalah kolinearitas berganda dapat dihindari oleh metode Granger, karena metode Granger menguji *group of coefficient* dan bukan *individual coefficient* seperti pada metode regresi.

6. Solusi dan Saran

Seperti yang telah dibahas pada Bab III, bahwa ada beberapa alternatif yang dapat dijadikan kerangka kebijakan moneter, antara lain *interest rate differential*, Indikator Kondisi Moneter, dan *inflation targeting*. Dengan menurunnya kinerja agregat moneter sebagai sasaran antara, alternatif tersebut dapat digunakan sebagai pengganti agregat moneter untuk mencapai sasaran akhir dengan lebih baik. Namun itu bukan berarti agregat moneter diabaikan dalam kerangka kebijakan moneter Indonesia. Agregat moneter bisa dijadikan sebagai *information variable* mengenai arah perekonomian di masa mendatang.

6.1. *Inflation Targeting* Sebagai Kerangka Kebijakan Moneter

Inflation targeting telah diadopsi sebagai kerangka kebijakan moneter oleh beberapa negara selama beberapa dekade terakhir ini. Adopsi dari kerangka kebijakan moneter yang terfokus secara eksplisit terhadap inflasi menggambarkan tumbuhnya realisasi bahwa kebijakan moneter memiliki kontribusi utama terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang dengan memelihara tingkat inflasi yang stabil dan rendah.

Dalam kerangka *inflation targeting*, otoritas moneter diwajibkan untuk mengumumkan *inflation target* secara eksplisit kepada publik dalam *time horizon* tertentu. Secara efektif, *inflation targeting* memperkenalkan prinsip transparansi, kedisiplinan, dan akuntabilitas.

Pengalaman negara-negara lain menunjukkan hasil positif dari *inflation targeting*. Secara umum, negara-negara yang menerapkan *inflation targeting* mengalami penurunan dalam tingkat inflasi dan penurunan dalam *expected inflation*.

Pengalaman beberapa negara yang memprakarsai penerapan *inflation targeting* menunjukkan bahwa ada beberapa prasyarat yang harus ada untuk mencapai suksesnya penerapan *inflation targeting*, yaitu independensi Bank Sentral dan kebijakan fiskal tidak dominan.

Bank Sentral sebagai otoritas moneter bertanggung jawab atas kemantapan dan kestabilan rupiah, baik dalam pengertian nilai tukar maupun dalam pencapaian laju inflasi yang rendah. Inflasi yang stabil dan rendah berperan penting bagi pertumbuhan perekonomian dengan

mekanisme pasar, dan kebijakan moneter merupakan faktor penentu yang langsung mempengaruhi laju inflasi. Masalahnya, tidak semua gejolak output dan inflasi yang terjadi dapat diselesaikan dengan baik oleh kebijakan moneter. Upaya mengurangi tekanan inflasi dari sisi suplai tidak dapat dilakukan dengan optimal oleh kebijakan moneter.

Dalam kasus di atas, pengetatan moneter justru akan memperparah upaya penekanan laju inflasi itu sendiri. Langkah pengetatan likuiditas justru akan mempersulit sisi produksi sehingga malah meningkatkan tekanan terhadap laju inflasi.

Untuk memahami mengenai masalah tersebut, perlu dipahami mengenai landasan teoritisnya. Pendekatan yang sangat terkenal adalah Pendekatan Taylor (*Taylor Rules*). *Taylor Rules* menjadi sangat terkenal akhir-akhir ini seiring dengan makin melemahnya hubungan antara pertumbuhan uang beredar dengan laju inflasi, seperti yang telah terbukti pada analisa Bagian 5.

Untuk ilustrasi, misalkan fungsi agregat perekonomian Indonesia mengikuti suatu persamaan *reduced form* berikut :

$$y_t - y_t^* = -\beta (i - p)_t \dots \dots (1)$$

y adalah PDB riil yang merupakan cerminan permintaan agregat

y^* adalah output potensial

i adalah suku bunga nominal

p adalah inflasi, diukur dalam IHK

Persamaan di atas menyatakan bahwa perbedaan antara output aktual dan potensinya akan dipengaruhi oleh suku bunga riil. Bila suku bunga riil meningkat maka kesenjangan output akan semakin besar.

Persamaan berikutnya (persamaan 2) adalah kurva Philips yang menggambarkan adanya *trade off* antara pertumbuhan ekonomi dengan laju inflasi.

$$\pi_{t+1} = \pi^* + \omega (y_t - y_t^*) + (\varepsilon_{t+1} + c) \dots \dots (2)$$

π^* adalah ekspektasi inflasi

ε adalah guncangan dari sisi suplai yang bersifat sementara sehingga dalam jangka panjang bernilai nol

c adalah konstanta dari *one time policy shocks* yang berasal dari penyesuaian harga-harga barang yang dikendalikan oleh pemerintah

Ekspektasi inflasi dalam hal ini dianggap sama dengan sasaran inflasi yang ditetapkan (*fully credible monetary policy*). Selain itu, diasumsikan $c=0$. Berarti tidak ada kebijakan penyesuaian harga oleh pemerintah. Sehingga laju inflasi hanya dipengaruhi oleh faktor-faktor yang terkait dengan situasi permintaan (π dan *output gap*) dan kejutan (*shocks*) dari sisi suplai (ϵ).

Persamaan (3) menggambarkan kenaikan output periode sekarang akan cenderung menaikkan tekanan inflasi periode-periode mendatang. Dengan model tersebut, perubahan suku bunga sekarang hanya mempengaruhi laju inflasi periode mendatang. Ini merupakan cerminan dari *time lag* kebijakan moneter atas output dan inflasi.

Sistem persamaan tersebut ditutup oleh suatu *monetary policy rule* tentang suku bunga yang mengatur perilaku BI dalam mengendalikan laju inflasi. BI akan mengubah kebijakannya jika terjadi deviasi antara inflasi aktual dan sasaran yang diinginkan. Persamaan (3) dikenal sebagai fungsi reaksi otoritas moneter. Persamaan tersebut adalah :

$$i_t = \gamma (p_t - \pi^*) \dots\dots\dots(3)$$

Suku bunga akan dinaikkan (dengan $\gamma > 0$) oleh Bank Sentral bila inflasi aktual sekarang (p_t) lebih tinggi dari sasaran yang diinginkan (π^*). Melalui persamaan 1 kenaikan suku bunga akan mengurangi permintaan agregat dan memperbesar kesenjangan output. Dengan melebarnya kesenjangan output maka inflasi pada periode $t+1$ mendatang akan menurun melalui persamaan 2. Dengan menurunnya permintaan agregat maka $y_t < y_t^*$ sehingga p_{t+1} akan turun.

Tapi jika pada periode $t+1$ terjadi masalah banjir dan distribusi yang tidak terduga masalahnya akan menjadi lain. Jika pemerintah mampu menyelesaikan masalah tersebut dengan baik, berarti muncul kejutan dari sisi suplai yang mengurangi tekanan terhadap inflasi ($\epsilon_{t+1} < 0$). Sesuai dengan fungsi reaksi otoritas moneter (persamaan 3) maka Bank Sentral akan menurunkan suku bunga. Karena $\epsilon_{t+1} < 0$ maka p_{t+1} akan turun. Penurunan p_{t+1} akan direspons dengan penurunan suku bunga pada $t+1$. Penurunan suku bunga pada $t+1$ akan meningkatkan permintaan agregat hingga kesenjangan output akan menyempit. Dengan sendirinya tekanan inflasi baru muncul pada periode $t+2$. Selanjutnya, bila otoritas moneter kembali bereaksi menaikkan suku bunga maka siklus ini akan berlanjut terus hingga menjadi suatu siklus yang eksplosif bila reaksi otoritas moneter dalam mengubah tingkat bunga terlalu berlebihan.

6.2. Kerangka Kebijakan Moneter dalam *Inflation Targeting*

Sasaran Akhir Kebijakan Moneter dalam Kerangka *Inflation Targeting*

Sasaran akhir kebijakan moneter BI untuk menjaga inflasi sejalan dengan kecenderungan perkembangan terakhir Bank-bank Sentral dunia. Ada beberapa alasan yang mendasarinya, yaitu dalam jangka panjang kebijakan moneter hanya dapat mempengaruhi tingkat inflasi, bukan variabel riil (*economic growth*), dimana inflasi yang rendah merupakan prasyarat untuk mencapai sasaran makroekonomi lainnya.

Pengendalian inflasi dimaksudkan untuk dapat mencapai pertumbuhan ekonomi dan penyediaan lapangan kerja. Selain itu, mengingat adanya *trade off* jangka pendek antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi, mentargetkan inflasi secara otomatis identik dengan mentargetkan pertumbuhan.

Sasaran Antara Kebijakan Moneter dalam Kerangka *Inflation Targeting*

Dalam kerangka *Inflation Targeting*, fungsi sasaran antara tidak disebutkan secara eksplisit. Namun demikian, beragam variabel informasi digunakan dalam fungsinya sebagai *leading indicator* tekanan inflasi. Dalam hal ini, agregat moneter diletakkan di luar sistem, yaitu sebagai *information variable*. Uang primer dapat digunakan sebagai indikator target operasional suku bunga jangka pendek, sedangkan jumlah uang beredar, baik dalam arti sempit maupun dalam arti luas (M1 dan M2) sebagai indikator agregat moneter.

Krisis ekonomi mengakibatkan perubahan ke arah paradigma baru. Studi BI menunjukkan bahwa target inflasi lebih efektif jika menggunakan suku bunga sebagai sasaran antara daripada agregat moneter. Hasil penelitian dalam skripsi ini menunjukkan juga bahwa agregat moneter memiliki hubungan yang lebih lemah dengan laju inflasi daripada *interest rate differential*.

Sasaran Operasional Kebijakan Moneter dalam Kerangka *Inflation Targeting*

Di dalam operasionalnya, BI menggunakan inflasi inti sebagai acuan kebijakan moneter. Diharapkan acuan ini dapat memberikan sinyal yang tepat dalam memformulasikan kebijakan moneter.

Alur Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Indonesia

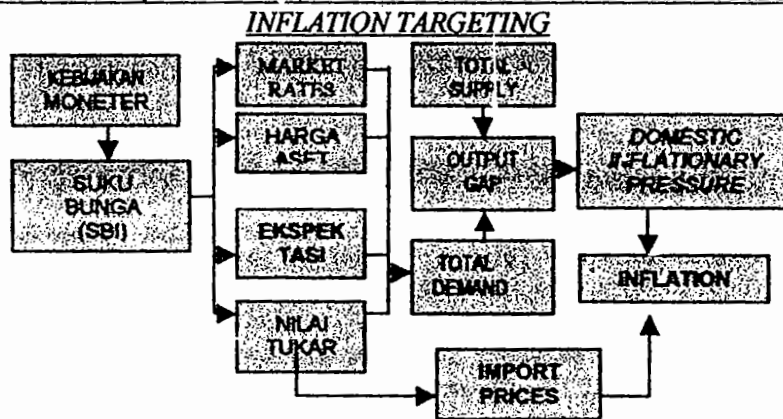
Jalur suku bunga dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia merupakan *channel* yang penting untuk perekonomian Indonesia menurut skripsi ini. Penelitian yang juga menunjukkan pentingnya peranan suku bunga, misalnya Sarwono dan Warjiyo (1998).

Agregat Moneter Sebagai Sasaran Antara Kebijakan Moneter ... (Telisa)

Penelitian tersebut mengindikasikan penguatan jalur suku bunga (*price targeting*) dalam transmisi kebijakan moneter. Namun demikian, eksistensi agregat moneter (*quantity targeting*) masih diakui.

Dengan mengadopsi mekanisme transmisi kebijakan moneter di negara-negara seperti Australia dan Selandia Baru yang disesuaikan dengan instrumen-instrumen pasar keuangan yang tersedia di Indonesia, berikut ini skema *Inflation Targeting* di Indonesia sebagai alternatif dari kerangka kebijakan moneter Indonesia selama ini.

BAGAN ALUR MEKANISME TRANSMISI DALAM KERANGKA



Dalam mekanisme ini, suku bunga merupakan instrumen utama kebijakan moneter karena pasar uang lebih mudah menangkap sinyal kebijakan moneter melalui suku bunga. Selain itu, kriteria yang sudah disebutkan dalam dasar teori menunjukkan bahwa instrumen suku bunga memenuhi kriteria *measurability*, *controllability* dan *predictability*.

Dalam kerangka ini, operasi kebijakan moneter diarahkan untuk mempengaruhi suku bunga jangka pendek sebagai target operasional. Perubahan suku bunga jangka pendek mempengaruhi berbagai variabel seperti suku bunga jangka panjang, harga aset, ekspektasi, dan nilai tukar yang variabel tersebut kemudian berpengaruh terhadap preferensi masyarakat yang tercermin dalam perubahan *domestic demand*. Di samping nilai tukar berpengaruh secara langsung terhadap *net external demand*. Sedangkan pengeluaran pemerintah tidak dapat dipengaruhi secara langsung oleh kebijakan moneter, melainkan oleh kebijakan fiskal.

Selanjutnya, bagian *total demand* yang dipengaruhi oleh kebijakan moneter akan menimbulkan tekanan inflasi domestik apabila menghasilkan *output gap* yang positif. Artinya, *total demand* lebih besar dari total suplai. Disamping "jalur utama" mekanisme transmisi melalui

output gap, nilai tukar berpengaruh terhadap inflasi yang bersifat lebih langsung (*passthrough effect*), yaitu melalui kenaikan harga barang impor.

Bibliografi

Alamsyah, Halim, dkk. *Pengukuran Inflasi Inti di Indonesia*. Occasional Paper Bank Indonesia, 1999.

Argy, Victor. "Choice of Intermediate Money Target in a Deregulated and an Integrated Economy with Flexible Exchange Rate," dalam *IMF Staff Papers*, Vol. 30, 1983.

Bond, Timothy J. et al. *Money, Interest Rate, and Inflation*. URES Discussion Paper, Bank Indonesia: Juni, 1994.

Cecchetti, S.G. *Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism*, dalam *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Mei, 1995.

Fabozzi, Frank J and Fabozzi, T. Dessa. *Bonds Market Analysis and Strategies*. New Jersey: Prentice Hall, 1989.

Ikhsan, M. dan Damayantie, Arie, dan Indrawati, Sri Mulyani *Tinjauan Triwulanan Perekonomian Indonesia*, dalam *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, LPEM Juni 1999.

Joseph, C. dan Gunawan, A.H. eds. *Monetary Policy and Inflation Targeting in Emerging Economies*. Jakarta: BI, 2000.

Kozicki, Sharon. *How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?* dalam *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City: Second Quarter, 1999.

McCallum, Bennet. *Monetary Economics: Theory and Policy*. New York: Maxwell Macmillan, 1989.

Meulendyke, Ann-Marie. *Intermediate Target and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey*. Federal Reserve Bank of New York, 1994.

Nasution, Anwar. *The Role of Money in An Open Economy: A Review of Literature*, dalam *Ekonomi dan Keuangan Indonesia*. Vol. XXX, No. 3, September 1982.