

**DISERTASI**

**ANALISIS *FLEXIBLE INFLATION TARGETING FRAMEWORK* : STUDI KASUS  
DAN USULAN PENERAPAN DI INDONESIA**



Oleh :  
**Rakhmat**  
NPM : 0416117037308

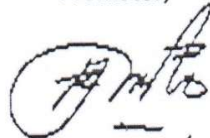
**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS AIRLANGGA  
SURABAYA  
2020**

**LEMBAR PENGESAHAN**

**NASKAH DISERTASI TELAH DI SETUJUI  
PADA TANGGAL.....**

Oleh:

Promotor,



Rossanto Dwi Handoyo, SE.,M.Si.,Ph.D  
NIP: 197608242003121001

Ko-Promotor,



Perry Warjiyo, Ph.D

Mengetahui  
KPS Program Doktor  
Ilmu Ekonomi



Dyah Wulan Sari, Ph.D  
NIP: 196812071993032002

**PERNYATAAN ORISINALITAS DISERTASI**

Saya, (Rakhmat, 041617037308), menyatakan bahwa:

1. Disertasi saya ini adalah asli dan benar-benar hasil karya saya sendiri, dan bukan hasil karya orang lain dengan mengatas namakan saya, serta bukan merupakan hasil peniruan atau penjiplakan (plagiarism) dari karya orang lain. Disertasi ini belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik baik di Universitas Airlangga, maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Dalam Disertasi ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar kepustakaan.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya, dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya tulis Disertasi ini, serta sanksi-sanksi lainnya sesuai dengan norma dan peraturan yang berlaku di Universitas Airlangga.

Surabaya, April 2020



Rakhmat  
NIM.: 041617037308



**SUMMARY**

## Inflation Targeting Framework, Exchange Rate, Monetary Policy

This study aims to examine the monetary policy framework that has been carried out by Bank Indonesia during ITF and its effect to the macroeconomic indicators, especially in the context of the monetary policy trilemma. Various challenges have emerged both from within and outside the country during the approximately 15 years of ITF implementation in Indonesia. From within Indonesia, the problem occurs from the existence of structural unrest on the supply side which fundamentally disrupts the operation of the policy transmission mechanism. The impact is also felt through pressure on monetary stability. Meanwhile from the global environment, problems arose related to the effects of the global financial crisis in 2008 and the high mobility of short-term fund flows that greatly influenced the development of the exchange rate. Two periods since the 2008-2009 global financial crisis were specifically analyzed in this study, namely the period between 2010 to the Fed taper tantrum in May 2013 and the period between the Fed taper tantrum until 2015.

The conceptual framework of this research is based on monetary policy trilemma, in which a country can only choose two out of three option: capital mobility, flexible exchange rate, and independent monetary policy. Countries which using ITF as the base of their monetary policy should have opted to implement flexible exchange rate and free capital mobility to make the inflation targeting monetary policy independent and effective. In reality, many countries especially Emerging Markets Economies (EMEs) still interfere with the foreign exchange market. A phenomenon known as fear of floating. There are mainly four reasons why central bank interfere with foreign exchange market namely: managing exchange rate volatility, preventing the deviation (misalignment) of exchange rate from its fundamental value, accumulating foreign exchange reserves, or providing liquidity in the event of high market pressures. These motives combined with fear of floating phenomenon, leads to an implementation of Flexible ITF. Flexible ITF is a monetary policy framework where besides inflation as the main target, central bank also stabilizes exchange rate.

There are several methods this research uses to achieve objectives. Structural Vector Autoregression (SVAR) is used to quantify exchange rate and capital flow effect on inflation. GARCH is used to measure central bank responses to the shock from exchange rate. The Impulse Response Frequency (IRF) graph. will show how long the shock from exchange rate and capital flow lasts. Two-stage least squares (2SLS) model is used to identify which of the interference motives more dominant for Bank Indonesia. And lastly, Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) model is used to compare effectivity between monetary framework with only one target or two-target in Indonesia.

The result showed that: 1) The SVAR model is used to prove the relative influence of external factors (global commodity prices, US monetary policy rates, and global risks) on domestic factors in Indonesia (economic growth, monetary policy interest rates, and bank credit interest rates) . The study also found that BI interest rates reacted to exchange rate shocks and foreign capital flows. This indicates that the exchange rate and foreign capital flows are still considered factors in determining monetary policy in Indonesia; 2) 2SLS model provides empirical evidence that the foreign exchange market intervention policies implemented by Bank Indonesia are more based on volatility control motives. When the rupiah exchange rate depreciates, the volatility variable has a positive and significant effect on the intervention policy reaction. The effectiveness of Bank Indonesia's intervention policies in stabilizing the rupiah exchange rate has also been proven empirically able to control the exchange rate both at the level of volatility and the exchange rate deviation from the fundamentals; 3) DSGE model showed that the use of interest rate policies together with foreign exchange market interventions is more effective than just using interest rate policies. The response to lower interest rates on dual instruments is smaller compared to single instruments. Inflation and output gaps in dual instruments also experienced a relatively smaller increase compared to single instruments.

The research result gives an illustration that shock capital flows significantly affects monetary authorities in determining the long-term direction of the central bank's interest rates. Therefore, the central bank is expected to be more responsive to the volatility of capital flows which can affect exchange rate stability and price levels. Estimation results about the motives and effectiveness of Bank Indonesia's policies in the stability of the rupiah exchange rate, shows that the motive for controlling volatility is more important than other motives.

However, further research is still needed using other models and approaches to empirically prove the motives, effectiveness, and transmission of foreign exchange interventions in influencing exchange rate developments. In addition, further research on the effectiveness of Bank Indonesia's policies in the foreign exchange market should use daily data so that its impact on exchange rate movements is more clearly visible. Future studies need to analyze the effect of macroprudential policies on the adoption of ITF policies in Indonesia. The 1998 monetary crisis and the 2008 global crisis proved economic stability is not enough just to maintain price stability but also need to maintain financial system stability. Financial system stability is a condition where the financial system can withstand shocks without disrupting the process of allocating savings for investment and processing payments in the economy. Macroprudential policy is needed to overcome systemic risks that can worsen the financial crisis.

### **Kata Pengantar**

Alhamdulillahirabbil alamin, Puji syukur saya panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala nikmat yang diberikan, nikmat iman hingga nikmat kesehatan, dan atas berkat karunianya saya dapat menyelesaikan Disertasi ini.

Disertasi ini berjudul “*Analisis Flexible Inflation Targeting Framework: Studi Kasus dan Usulan Penerapannya di Indonesia*”. Tujuan dari Disertasi ini adalah untuk mengkaji kerangka kebijakan moneter yang telah dilakukan oleh Bank Indonesia selama periode penerapan kerangka ITF dan bagaimana pengaruhnya terhadap indikator makro ekonomi, terutama dalam konteks trilema kebijakan moneter. Berbagai tantangan muncul baik dari dalam maupun luar negeri selama kurang lebih 15 tahun implementasi ITF di Indonesia. Dalam lingkup nasional permasalahan yang terjadi adalah adanya kekauan struktural disisi supply, yang secara fundamental mengganggu bekerjanya mekanisme transmisi kebijakan. Dampaknya juga dirasakan melalui tekanan terhadap stabilitas moneter. Sementara itu dilingkup global, permasalahan muncul terkait dengan pengaruh krisis keuangan global ditahun 2008 dan tingginya mobilitas arus dana jangka pendek yang sangat mempengaruhi perkembangan nilai tukar.

Saya menyadari sepenuhnya bahwa Disertasi ini tidak akan selesai tanpa dukungan dan kontribusi pemikiran banyak pihak. Dari lubuk hati yang paling dalam dan dengan kerendahan hati saya ingin menyampaikan ucapan terimakasih sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah membantu Ide, saran, fasilitas, dukungan data, bahkan materi hingga terselesikannya Disertasi ini.

Terimakasih sebesar-besarnya kepada Bapak Rossanto Dwi Handoyo, Ph.D selaku Promotor yang telah dengan tulus membimbing dan mengarahkan serta memberikan motivasi untuk segera menyelesaikan penelitian ini.

Ucapan terimakasih yang tak terhingga kepada Bapak Perry Warjiyo, Ph.D selaku Co-Promotor saya, tidak hanya sebagai pembimbing, beliau telah banyak memberikan bantuan baik ilmu maupun materi dari awal menjadi mahasiswa hingga proses penyusunan Disertasi Ini. Ditengah kesibukannya sebagai Gubernur Bank Indonesia, beliau masih menyempatkan waktu untuk mengoreksi dan menambahkan beberapa materi dalam Disertasi ini. Sekali lagi terimakasih atas ilmu yang diberikan, semoga Allah SWT senantiasa mencurahkan nikmat sehat dan iman.

Terimakasih saya ucapkan kepada Bapak Dr. Rudi Purwono selaku Wadek I yang telah memberikan bantuan dan dukungan selama kuliah di Universitas Airlangga, sehingga saya bisa merampungkan Disertasi dan studi saya.

Terimakasih kepada Ibu Dyah Wulansari, Ph.D selaku Ketua Program Studi program Doktor Ilmu Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga yang telah memberikan arahan dan motivasi kepada saya dan semua mahasiswa untuk dapat menyelesaikan studi.

Terimakasih kepada Prof. Dr. Dian Agustia, selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga yang telah memberikan kesempatan kepada saya untuk menjadi mahasiswa program doktor Ilmu Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga

Kepada seluruh dosen pengajar Program Doktor Ilmu Ekonomi yang tidak saya sebutkan satu persatu, terimakasih atas tambahan ilmu yang bermanfaat. Demikian pula kepada seluruh staf akademik dan administrasi, khususnya kepada Mba Lasmi yang banyak membantu saya selama menempuh program Doktor di Universitas Airlangga.

Kepada rekan-rekan dosen STIE Mulia Pratama Bekasi yang senantiasa memberikan dukungan moral dan motivasi kepada saya untuk secepatnya menyelesaikan program doktor.

Kepada teman-teman kuliah S3 angkatan 2016 (Mas Abid, Pak Erlambang, Pak Tri, Mba Karari, dan yang lainnya) yang telah berjuang bersama mengikuti perkuliahan. Semoga persahabatan dan silaturahmi kita tetap erat

Dengan senantiasa mengucap rasa syukur dan penu haru, saya mengucapkan terimakasih kepada kedua orang tua saya (alm) H. Abbas Djabar dan (Alm) Siti Maryam yang telah membesarkan dan mendidik saya hingga dewasa dengan nilai-nilai agama dan kehidupan. Kepada kedua saudara saya yang selalu mendukung dan memberikan motivasi untuk penyelesaian Disertasi ini.

Kepada Istriku Anita dan anak-anakku tercinta (Danish, Putri, Shafa, Audia, Baim, dan Kimi) terimakasih atas kerelaan dan kesabarannya untuk menunggu ayah menyelesaikan studinya. Semoga anak-anak ayah tumbuh dewasa menjadi anak-anak yang sholeh dan sholewa dan dapat mengikuti jejak ayah untuk meraih pendidikan tinggi yang lebih baik lagi.

Akhirnya sekali lagi saya mengucapkan terimakasih sebesar-besarnya kepada semua pihak, termasuk yang tidak disebutkan atas bantuan dan kontribusinya dalam penyelesaian Disertasi ini, semoga Allah SWT Tuhan yang Maha Kuasa senantiasa menganuggrahkan karunia dan kenikmatan kepada kita semua. Saya menyadari bahwa disertasi ini masih banyak kekurangan sehingga perlu penyempurnaan, semoga hasil penelitian ini dapat memberikan masukan bagi para pengambil kebijakan disektor keuangan dan moneter.

Surabaya, April 2020