

Menerawang Kebijakan Moneter yang 'Forward Looking'

*Firman Mochtar**

Abstrak

Dengan mempertimbangkan kemungkinan dampak interaksi antara kebijakan fiskal dan kebijakan moneter serta turut memperhatikan sumber pembiayaan bagi penerapan satu kebijakan, tulisan ini berusaha menelaah dampak penerapan kebijakan moneter yang 'forward looking'. Hasil menerawang mengindikasikan bahwa upaya menerapkan kebijakan moneter yang 'forward looking' dalam periode SBI sebagai piranti moneter relatif terbatas. Sempitnya ruang gerak kebijakan moneter yang 'forward looking' pada periode SBI ini tersirat dari kemungkinan munculnya fenomena 'tight monetary paradox' saat kebijakan moneter ketat diterapkan. Gambaran berbeda bilamana kebijakan moneter yang 'forward looking' tersebut diterapkan pada saat piranti yang digunakan adalah surat utang negara (SUN, misalnya T-Bills). Kebijakan moneter yang 'forward looking' dalam periode T-Bills ini terindikasi lebih leluasa bergerak untuk mengendalikan inflasi ke depan. Indikasi lain yang juga terlihat dari tulisan ini adalah sulitnya bagi kebijakan moneter yang 'forward looking' untuk dapat berdiri sendiri dalam formulasi kebijakan moneter. Meski dengan bobot yang lebih kecil dibandingkan bobot yang diberikan kepada proyeksi inflasi, formulasi kebijakan moneter masih tetap perlu mempertimbangkan kondisi inflasi yang sedang terjadi untuk melengkapi kebijakan moneter yang forward looking tersebut.

* Bagian Analisis dan Perencanaan Kebijakan – Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter
Penulis menyampaikan terima kasih kepada Wahyu A. Nugroho atas saran dan kritik terhadap lamunan ini.

1. Pendahuluan

Pemahaman bahwa efektivitas kebijakan moneter mempunyai efek tunda melahirkan pemahaman lanjutan bahwa kebijakan moneter yang diterapkan haruslah berkarateristik 'forward looking' (Batini dan Haldane, 1999). Dalam hubungannya dengan ekonomi Indonesia, pemahaman yang sama juga muncul terutama berkaitan dengan kerangka *inflation targeting* dimana salah satu elemennya adalah perlunya kebijakan moneter yang merespon ekspektasi inflasi ke depan (Agung et.al, 2002 dan Alamsyah et.al, 2003).

Berkaitan dengan kebijakan moneter yang 'forward looking' tersebut, tulisan ini hanya mencoba menerawang¹ secara singkat dan sederhana tentang kelayakan penerapan karakteristik kebijakan moneter 'forward looking' tersebut. Berbeda dengan beberapa penelitian sebelumnya yang tidak memasukkan variabel agregat moneter ('M'), lamunan ini menggunakan pendekatan lain yaitu dengan tetap mengakomodasi besaran moneter dalam sistem analisa. Upaya berbeda ini dilakukan karena pembahasan akan dicoba dikaitkan dengan piranti yang digunakan dalam operasi pasar terbuka (OPT), yaitu SBI untuk saat ini atau kemungkinan menggunakan surat utang negara (SUN, misalnya T-Bills). Dua bagian selanjutnya akan menerangkan secara singkat model yang digunakan serta hasil-hasil simulasi kejutan kebijakan moneter yang 'forward looking'. Bagian terakhir ditutup dengan implikasi kebijakan.

2. Model

Model yang digunakan adalah sama dengan model pada Mochtar (2003). Perbedaan utama model yang digunakan ini dengan penelitian terdahulu tentang kebijakan moneter yang forward looking di Indonesia (Hutabarat et.al, 2000, Darsono, et.al, 2002, Hutabarat, 2003) terletak pada upaya untuk memperhatikan sumber pembiayaan kebijakan moneter. Sebagaimana pada Mochtar (2003), sumber pembiayaan kebijakan moneter dapat bersumber dari bank sentral bilamana instrumen yang digunakan merupakan surat berharga milik bank sentral (seperti SBI) atau bersumber dari pajak bilamana instrumen kebijakan moneter tersebut menggunakan surat berharga pemerintah (seperti T-Bills). Perbedaan kedua yaitu turut mempertimbangkan interaksi antara kebijakan fiskal dan kebijakan moneter yang sedang diterapkan. Upaya turut mengakomodir dampak interaksi kedua kebijakan tersebut sangat penting karena pengaruh dari kebijakan akan tergantung pola kebijakan yang sedang dijalankan di tiap kebijakan.

Implikasi yang muncul dari upaya mengakomodir sumber pembiayaan ini adalah tetap memberikan tempat kepada besaran moneter ('M') ke dalam sistem analisa. Keuntungan

1 Menerawang berarti pikiran atau batin yang melayang jauh (Poerwadarminta, 1986)

tidak langsung yang didapat bila mengakomodasi 'M' tersebut adalah memberikan gambaran pentingnya untuk tetap memperhatikan variable 'M' dalam kebijakan moneter karena pada dasarnya uang dan suku bunga memiliki hubungan yang simultan sehingga tidak dapat dipisahkan (Leeper, 2003). Argumentasi lain adalah karena transmisi kebijakan moneter tidak dapat hanya ditangkap melalui perilaku suku bunga sehingga peran 'M' masih cukup relevan dipertimbangkan (Meltzer, 2001). Dikaitkan dengan kondisi Indonesia periode sekarang, hal ini semakin relevan akibat kondisi perbankan yang mengalami eksekusi likuiditas sehingga unsur kuantitas 'M' dalam kebijakan moneter patut pula memperoleh perhatian.

Guna kepentingan kelengkapan analisa, model akan dijabarkan kembali secara singkat. Perekonomian diasumsikan berpopulasikan rumah tangga yang pada tiap periode t memilih konsumsi riil c_t , uang nominal, M_t^d serta surat berharga bank sentral atau pemerintah B_t^d guna memaksimalkan utilitas

$$\max_{\{c_t, M_t^d, B_t^d\}} E \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(c_t, M_t^d / P_t), \quad 0 < \beta < 1, \quad (1)$$

dimana

$$U(c_t, M_t^d / P_t) = \frac{\alpha}{\alpha - 1} \left[c_t^{\frac{\alpha-1}{\alpha}} + \left(\frac{M_t^d}{P_t} \right)^{\frac{\alpha-1}{\alpha}} \right], \quad \alpha > 0 \quad (2)$$

dengan batasan anggaran

$$c_t + \frac{M_t^d - M_{t-1}}{P_t} + \frac{B_t^d - R_{t-1} B_{t-1}}{P_t} = y_t - \tau_t, \quad (3)$$

dimana P_t indeks harga secara umum, R_{t-1} bunga dan pokok surat berharga bank sentral atau pemerintah yang dijual pada satu periode sebelumnya ($t-1$) dan jatuh tempo pada periode t , τ_t pajak lumpsum yang ditarik pada periode t dan y_t produksi perekonomian pada periode t .

Pengeluaran pemerintah dalam arti konsolidasi anggaran pemerintah pusat dan bank sentral (*government budget constraint*) dibiayai melalui penciptaan uang oleh bank sentral, $M_t - M_{t-1}$, nilai bersih penjualan surat berharga bank sentral atau pemerintah, $B_t - R_{t-1} B_{t-1}$, dan pajak lumpsum, τ_t , sehingga memenuhi persamaan batasan anggaran pemerintah dalam arti konsolidasi antara pemerintah pusat dengan bank sentral

$$\frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} + \frac{B_t - R_{t-1} B_{t-1}}{P_t} + \tau_t = g_t \quad (4)$$

Pengeluaran pemerintah diasumsikan konstan dalam rasio tertentu terhadap output perekonomian, $g_t = \lambda y_t$ dimana $0 < \lambda < 1$, sehingga persamaan (4) dalam nilai riil menjadi :

$$m_t - \frac{m_{t-1}}{\pi_t} + b_t - \frac{b_{t-1}R_{t-1}}{\pi_t} + \tau_t = \lambda y_t \quad (5)$$

Kebijakan moneter diasumsikan merupakan fungsi dari kombinasi inflasi pada periode bersangkutan dan ekspektasi inflasi satu periode mendatang inflasi.

$$R_t = \exp(\gamma_0)\pi_t^{\gamma_1}\pi_{t+1}^{\gamma_2}\theta_t \quad (6)$$

dimana

$$\log(\theta_t) = \rho_\theta \log(\theta_{t-1}) + \sigma_\theta \varepsilon_t^\theta, \rho_\theta \in [0,1) \text{ dan } \sigma_\theta > 0 \quad (7)$$

Bank sentral melalui kebijakan moneternya dapat melakukan kombinasi pemilihan bobot kedua inflasi tersebut sesuai dengan prioritas kebijakan moneter. Bilamana kebijakan moneter tersebut lebih memprioritaskan kebijakan moneter 'backward looking' maka bobot γ_1 akan lebih besar dibandingkan dengan bobot γ_2 . Sebaliknya, bila kebijakan moneter yang diterapkan lebih bersifat 'forward looking' maka bobot γ_2 akan lebih besar dibandingkan dengan bobot γ_1 .

Kebijakan fiskal berupa kebijakan penetapan pajak lumpsum diasumsikan mengacu kepada posisi surat berharga pemerintah (SBI atau T-Bills) pada periode sebelumnya.

$$\tau_t = \exp(\delta_0)b_{t-1}^{\delta_2}v_t \quad (8)$$

dimana

$$\log(v_t) = \rho_v \log(v_{t-1}) + \sigma_v \varepsilon_t^v, \rho_v \in [0,1) \text{ dan } \sigma_v > 0 \quad (9)$$

Hasil rinci penjabaran model ekonomi dalam kondisi optimum dan bentuk linearisasinya dapat dilihat pada Mochtar (2003).

3. Simulasi Perubahan Parameter Kebijakan Moneter

Menggunakan model di atas, analisa dilanjutkan dengan mengubah parameter-parameter pada kebijakan moneter (γ_1, γ_2) serta membandingkan dampaknya terhadap perkembangan inflasi. Sekali lagi disampaikan, kebijakan moneter tersebut lebih didefinisikan sebagai kebijakan moneter yang 'forward looking' bilamana bobot γ_2 lebih besar dibandingkan dengan bobot γ_1 . Sebaliknya kebijakan moneter dikategorikan 'backward looking' adalah jika bobot γ_1 lebih besar dibandingkan dengan bobot γ_2 .

Selain itu, simulasi juga dilakukan dengan membandingkan dampaknya bila menggunakan piranti yang berbeda dalam kegiatan OPT bank sentral, yaitu perbedaan antara penggunaan SBI sebagai piranti OPT dan penggunaan surat utang negara (SUN, misalnya T-Bills). Untuk tujuan itu maka perubahan parameter dilakukan terhadap parameter kebijakan fiskal (δ_1). Selebihnya parameter-parameter steady state yang digunakan dalam model adalah sama dengan Mochtar (2003) sebagaimana pada tabel 1.

Tabel 1 Parameter Kalibrasi					
Parameter	λ	$\bar{\pi}$	β	\bar{b}/\bar{y}	α
Nilai	0,41	0,85	0,93	0,15	0,05

Periode SBI

Asumsi utama dalam periode ini adalah kebijakan fiskal bersifat aktif yaitu pemerintah melalui kebijakan fiskal-nya tidak memberikan respon saat terjadi perubahan pada posisi SBI. Sebagai pengejawantahan karakteristik ini maka parameter untuk kebijakan fiskal yang digunakan adalah $\delta_1 = 0$.

Berbagai hasil simulasi dengan mengubah komposisi bobot kebijakan moneter, secara umum memperlihatkan bahwa upaya menerapkan kebijakan moneter yang 'forward looking' dalam periode SBI relatif terbatas. Sebaliknya, dalam periode SBI ini kemungkinan penerapan kebijakan moneter yang 'backward looking' terlihat masih lebih dominan karena kebijakan moneter tersebut akan mampu mengendalikan inflasi beberapa saat setelah kebijakan moneter tersebut diterapkan (Tabel 2).

Menggunakan parameter kebijakan moneter yang berkarakteristik 'backward looking' (tergambar pada parameter γ_1 yang lebih dominan/besar dalam formulasi kebijakan moneter), hasil yang didapat adalah kebijakan moneter dapat secara penuh dalam beberapa periode mengendalikan inflasi (baca: terdapat solusi yang unik terhadap inflasi bilamana terjadi kejutan dari kebijakan moneter). Sebagai ilustrasi, dengan parameter kebijakan moneter $\gamma_1 = 0,5$ dan $\gamma_2 = 0,1$, hasil simulasi memperlihatkan bahwa kejutan kebijakan moneter melalui peningkatan suku bunga SBI pada periode awal akan segera menurunkan mampu menurunkan inflasi di periode setelah kejutan moneter tersebut (gambar 1).

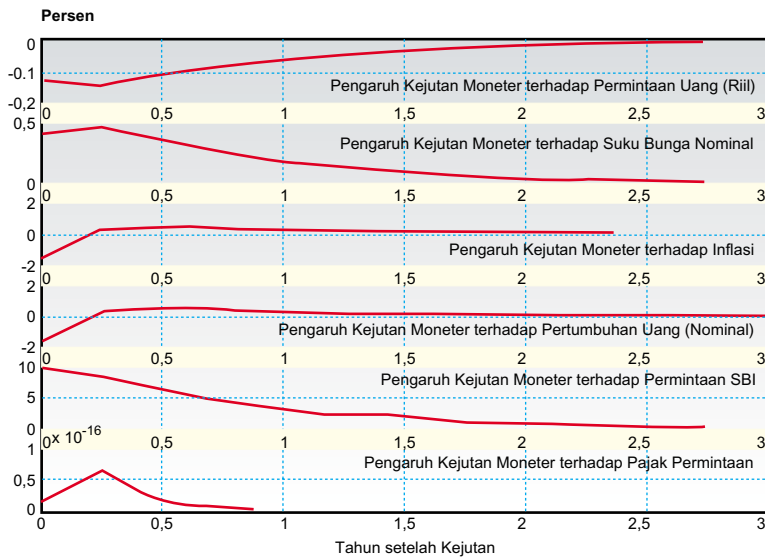
Tabel 2
Hasil Simulasi Parameter Kebijakan Moneter dalam Periode SBI

KM	γ_1															
	0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
γ_2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	4	4	4	4	4
	0.1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	4	4	4	4	5
	0.2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	4	4	4	4	4
	0.3	2	2	2	2	2	2	2	2	4	4	4	4	4	4	4
	0.4	3	2	2	2	2	2	2	4	4	4	4	4	4	4	4
	0.5	3	3	2	2	2	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	0.6	3	3	3	2	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	0.7	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	0.8	3	3	3	2*	2*	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	0.9	3	3	2*	2*	2*	2*	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	1.0	3	2*	2*	2*	2*	2*	2*	4	4	4	4	4	4	4	4
	1.1	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	4	4	4	4	4	4	4
	1.2	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	4	4	4	4	4	4
	1.3	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	4	4	4	4	4
	1.4	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	4	4	4	4
1.5	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	2*	4	4	4	4	

Keterangan :

- KM = Parameter Kebijakan Moneter 2* = Forward Looking dengan hasil "Tight Monetary Paradox"
- 2 = Dominasi Backward Looking 3 = Kondisi di bawah Multiple Equilibria Region (Indeterminacy)
- 2 = Dominasi Forward Looking 4 = Unstable Region

Gambar 1
Pengaruh Kejutan Kebijakan Moneter yang
'Backward Looking' dalam Periode SBI ($\gamma_1 = 0,5$ dan $\gamma_2 = 0,1$)

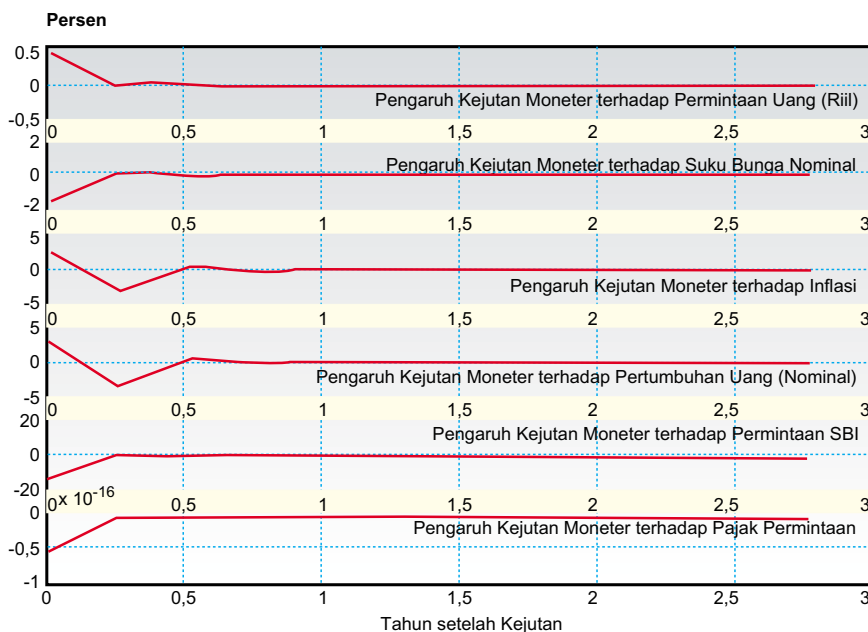


Perilaku inflasi yang muncul menggunakan kebijakan moneter yang 'backward looking' dalam periode SBI adalah kebijakan moneter ketat di periode awal berarti akan meningkatkan ekspektasi inflasi (Sargent dan Wallace, 1981). Hal ini karena pada periode selanjutnya pertumbuhan base money akan mengalami pertumbuhan positif sebagai dampak dari komitmen Bank Indonesia untuk membayar bunga atas SBI yang telah dijual pada periode sebelumnya. Dengan asumsi Bank Indonesia di periode kedua ini tidak kembali melakukan pengetatan kebijakan moneter guna menyerap kembali 'injeksi' uang tersebut maka secara kumulatif uang yang beredar mengalami peningkatan yang pada gilirannya akan menyebabkan terjadinya kembali inflasi di periode berikutnya.

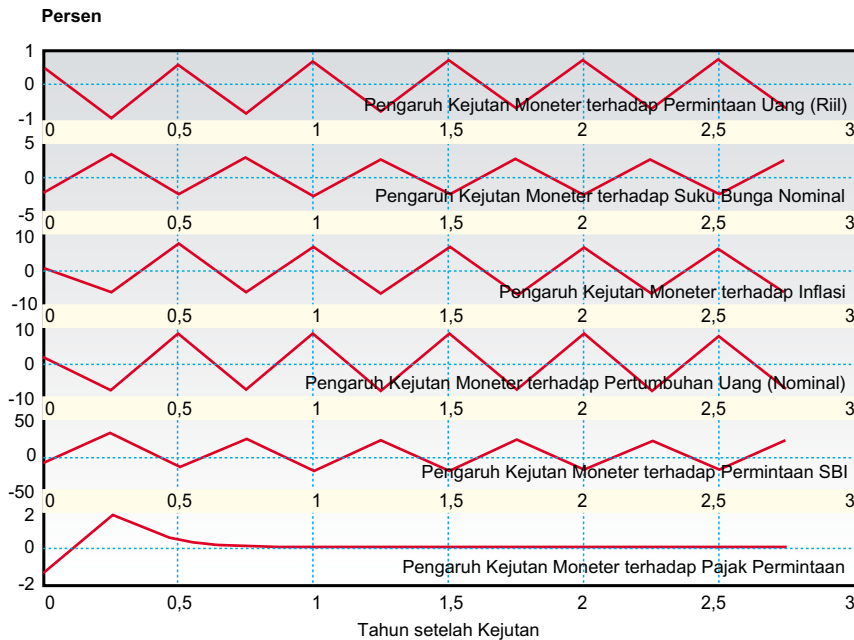
Perilaku berbeda akan nampak bila kebijakan moneter yang 'forward looking' diterapkan. Meski terdapat beberapa hasil simulasi kebijakan moneter yang 'forward looking' ini sesuai dengan harapan, perilaku dominan yang muncul dari dampak kebijakan moneter yang 'forward looking' ini adalah fenomena 'tight monetary paradox' yaitu kebijakan moneter ketat justru akan meningkatkan inflasi bersamaan dengan kebijakan moneter ketat tersebut (gambar 2). Kondisi aktual yang menggambarkan perilaku 'tight monetary paradox' ini terjadi di perekonomian Kenya (Buffie, 2003).

Sebagai ilustrasi dengan menggunakan bobot parameter $\gamma_1 = 0,1$ dan $\gamma_2 = 1,0$ (gambar 2), alur transmisi 'tight monetary paradox' ini adalah karena 'representative agent' memahami bahwa kebijakan moneter ketat dalam periode SBI, —bila tidak dibarengi oleh

Gambar 2
Pengaruh Kejutan Kebijakan Moneter yang 'Forward Looking' dalam Periode SBI
($\gamma_1 = 0,1$, $\gamma_2 = 1,0$) dengan Hasil 'Tight Monetary Policy Paradox'



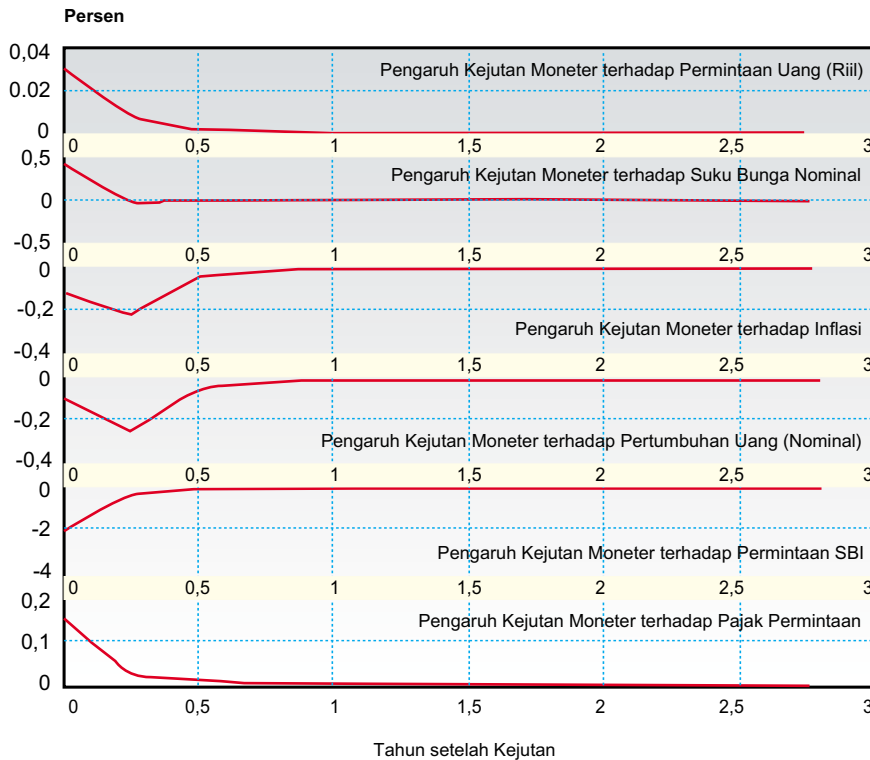
Gambar 3
Pengaruh Kejutan Kebijakan Moneter yang 'Forward Looking' dalam Periode SBI
 ($\gamma_1 = 0,1$ dan $\gamma_2 = 0,5$) dengan Hasil 'Multiple Equilibria / Indeterminacy Region'



penyerapan kembali di periode selanjutnya—, akan mengakibatkan meningkatkan ekspektasi inflasi. Dalam kondisi bank sentral lebih memusatkan perhatian kepada inflasi ke depan (sebagai cerminan dari kebijakan moneter yang 'forward looking') maka kebijakan moneter ketat tersebut (melalui 'fisher equation') akan berdampak pada menurunnya suku bunga nominal. Penurunan suku bunga nominal ini selanjutnya akan menurunkan permintaan SBI dan meningkatkan permintaan uang. Dalam kondisi ini meningkatnya pertumbuhan uang nominal ini maka pada akhirnya akan meningkatkan inflasi sesaat setelah kebijakan moneter ketat tersebut diterapkan.

Selain kedua hasil tersebut, hasil lain yang muncul dari simulasi parameter kebijakan moneter ini adalah perilaku inflasi yang indeterminacy. Implikasi ekonomi dari hasil ini adalah kemungkinan sulitnya kebijakan moneter mengendalikan inflasi karena adanya unsur multiple equilibria dari inflasi yang terjadi (gambar 3). Kendati demikian, dalam kondisi aktual, hasil ini masih diperdebatkan karena secara praktik fenomena ini sulit ditemukan (McCallum, 2001). Hasil lain yang nampak dari simulasi adalah kondisi unstable yaitu tidak ditemukannya nilai tunggal inflasi (gambar 4).

Gambar 4
Pengaruh Kejutan Kebijakan Moneter yang 'Forward Looking'
dalam Periode SBI ($\gamma_1 = 0,6, \gamma_2 = 0,9$) dengan Hasil 'Unstable Region'



Periode T-Bills

Asumsi utama untuk periode ini adalah Bank Indonesia telah menggunakan Surat Utang Negara (SUN misalnya T-Bills) sebagai piranti dalam operasi pasar terbuka. Berkaitan dengan karakteristik ini diasumsikan pula bahwa kebijakan fiskal bersifat pasif yaitu kebijakan fiskal yang secara permanen memberikan respon terhadap perubahan yang terjadi pada posisi T-Bills guna memenuhi keseimbangan pada persamaan anggaran. Dalam hubungan itu pula maka parameter skenario kebijakan fiskal ditunjukkan oleh nilai $\delta_1 = 0,3$.

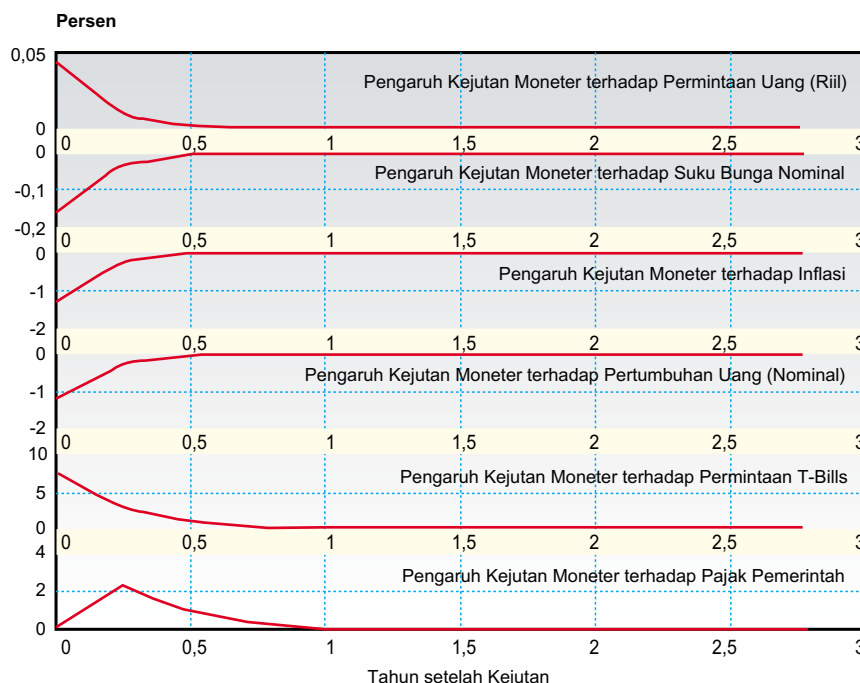
Tabel 3
Hasil Simulasi Parameter Kebijakan Moneter dalam Periode T-Bills

KM	γ_1															
	0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
γ_2	0	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1
	0.1	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1
	0.2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1
	0.3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1
	0.4	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1
	0.5	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	0.6	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	0.7	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	0.8	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	0.9	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	1.0	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1
	1.1	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1
	1.2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1
	1.3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1
	1.4	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1
	1.5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1

Keterangan :
 KM = Parameter Kebijakan Moneter 2 = Dominasi Forward Looking
 1 = Dominasi Backward Looking 3 = Kondisi di bawah Multiple Equilibria Region (Indeterminacy)

Berbeda dengan hasil periode SBI, hasil simulasi berbagai bobot parameter kebijakan moneter pada periode T-Bills memperlihatkan bahwa kebijakan moneter yang 'forward looking' dapat lebih leluasa diterapkan untuk mengendalikan inflasi (Tabel 3). Sebagai gambaran, dengan menggunakan bobot $\gamma_1 = 0,5$ dan $\gamma_2 = 0,8$, kebijakan moneter yang 'forward looking' ini akan mampu mengendalikan inflasi sesuai harapan. Inflasi akan tetap menurun secara permanen setelah kebijakan moneter ketat diimplementasikan (gambar 5).

Gambar 5
Pengaruh Kejutan Kebijakan Moneter yang 'Forward Looking'
dalam Periode T-Bills ($\gamma_1 = 0,5$, $\gamma_2 = 0,8$) dengan Hasil Solusi yang Tunggal



4. Implikasi Kebijakan

Berbagai hasil simulasi dari lamunan ini menyiratkan bahwa upaya memperhatikan sumber pembiayaan dalam kebijakan moneter serta interaksi antara kebijakan fiskal dan kebijakan moneter akan memberikan hasil yang berbeda terhadap dampak penerapan kebijakan moneter yang 'forward looking'. Dalam periode SBI sebagai instrumen OPT, efektivitas kebijakan moneter yang 'forward looking' terindikasi terbatas. Dengan analogi bermain sepakbola, penerapan kebijakan moneter 'forward looking' dalam periode SBI tanpa melihat 'kondisi lapangan' kebijakan makro ekonomi tempat 'bermain' akan menyebabkan terjadinya 'senggolan' antar pemain sendiri sehingga dapat menyebabkan tidak harmonisnya alur permainan bahkan dapat 'terjerembab' dalam indikasi fenomena 'tight monetary paradox'.

Hal berbeda diperlihatkan bilamana kebijakan moneter 'forward looking' tersebut diterapkan di era SUN sebagai piranti OPT. Kebijakan moneter yang 'forward looking' dapat 'bermain' secara lebih leluasa memanfaatkan 'luasnya lapangan' kebijakan makroekonomi sehingga mampu 'menembak' inflasi ke depan dengan tepat.

Implikasi lain yang muncul dari 'permainan imajiner' ini adalah kebijakan moneter forward looking tidak dapat 'bermain' sendiri dalam formulasi kebijakan moneter. Kedua periode simulasi memperlihatkan bahwa hasil solusi yang tunggal akan dapat diperoleh bilamana formulasi kebijakan moneter tersebut juga mempertimbangkan kondisi inflasi yang sedang terjadi dan tidak hanya proyeksi inflasi ke depan (forward looking). 'Bayangan' ini mengimplikasikan bahwa kebijakan moneter harus tetap membagi 'anggota tim' kebijakan moneter-nya antara pemain dari 'inflasi yang sedang terjadi' dan pemain 'inflasi ke depan' secara optimal sehingga dapat bermain dengan cantik untuk menghasilkan gol berupa inflasi yang terkendali.

Daftar Pustaka

- Agung, J., Siti Astiyah, Elisabeth S., Nugroho J.P., M.F. Muttaqin, Rifki I. (2002), Identifikasi Variabel Informasi dalam Framework Inflation Targeting, Occasional Paper Bank Indonesia, 30 Juni
- Alamsyah, Halim, Agung, J., Budiman, A., Affandi, Y., (2003), "Perubahan Struktural dan Kebijakan Moneter Pasca Krisis: Retrospek dan Framework ke Depan", paper Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia pada seminar ISEI di Malang 14-15 Juli 2003
- Batini, N. dan Haldane, A.G. (1999), "Forward-Looking Rules for Monetary Policy" dalam John B. Taylor, eds, "Monetary Policy Rules", The University of Chicago Press, London
- Buffie, Edward F (2003), "Tight Money, Real Interest Rates, and Inflation in Sub-Saharan Africa", IMF Staff Papers, Vo. 50, No.1
- Darsono, Hutabarat, A.R., Wimanda, R.E., Handayani, D.E. (2002), "Disain Policy Rule untuk Indonesia", Working Paper, Program Kerja Strategis, Bank Indonesia, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bagian Studi Sektor Riil
- Hutabarat, A.R., Anglingkusumo, R., Madjardi, F., dan Wimanda, R.E. (2000), "Policy Rules untuk Pengendalian Inflasi secara Forward Looking", Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan Vol. 3, Nomor 3, Desember, Bank Indonesia
- Hutabarat, A.R., (2003), "Suku Bunga SBI dan Proyeksi Inflasi", Occasional Paper Bagian Studi Sektor Riil - Bank Indonesia, Agustus

Leeper, E.M.dan J.E. Roush (2003), "Putting 'M' Back in Monetary Policy", NBER WP 9552, March

Leeper, Eric M., (2002) "A Model of Monetary and Fiscal Policy Interactions". Indiana University, unpublished

McCallum, Bennet T. (2001), "Monetary Policy Analysis in Model without Money", Federal Reserve Bank of St. Louis, July / August

Meltzer, A.H. (2001), "The transmission process", dalam "The Monetary Transmission Process: Recent Development and Lesson for Europe, Palgrave, London, Deutsche Bundesbank, 112-130

Mochtar, Firman (2003), "SBI, T-Bills dan Pengendalian Inflasi", Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Vol. 6 No.2, September

Poerwadarminta, W.J.S. (1986), "Kamus Umum Bahasa Indonesia, Balai Pustaka, Cetakan IX, Jakarta