

ANALISIS TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER MELALUI SALURAN HARGA ASET**Yolanda Argi Utami, Thomas Andrian**

Universitas Lampung

yolandaargiutami1811.001@gmail.com, thomasandrian79@yahoo.com

Abstract**Received:** 05-09-2022**Accepted:** 15-09-2022**Published:** 29-09-2022**Keywords:** *Transmission**analysis;**Monetary policy;**Asset Price.*

Monetary policy is the policy of the monetary authority or central bank in the form of controlling monetary quantities (money supply, base money, or bank credit) to achieve the desired development of economic activity. The purpose of this study is to analyze the response of the monetary policy transmission mechanism of the asset price channel when there is a change in each variable. The data analysis method used in this study is VAR or VECM (Vector Error Correction Model). The first step in forming the VAR model is to perform a data stationarity test. The results of the impulse response analysis show that the variables in the financial sector, namely policy interest rates, interbank rates, deposit rates, JCI, consumption, and the output gap are very responsive to shocks that occur in each variable at the beginning of the period that occurs before or right on the lag optimum and shows the response according to the theory. The conclusion of this study is that the results of the impulse response analysis in the real sector show that the variables of policy interest rates, public interest rates, credit interest rates, IHPR, investment and output gaps quickly respond to shocks that occur in each variable at the beginning of the period and show a response in accordance with which is expected

Abstrak**Kata** Analisis tranmisi;**kunci:** Kebijakan

Moneter; Harga

Aset.

Kebijakan moneter merupakan kebijakan otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter (jumlah uang beredar, uang primer, atau kredit perbankan) untuk mencapai perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan. Tujuan dari penelitian ini adalah Untuk menganalisis respons variabel-variabel mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset saat terjadi perubahan pada setiap variabel. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah VAR atau VECM (*Vector Error Correction Model*). Langkah pertama dari pembentukan model VAR adalah dengan melakukan uji stasioneritas data. Hasil analisis *impulse response* menunjukkan variabel pada sektor finansial yaitu suku bunga kebijakan, suku bunga PUAB, suku bunga deposito, IHSG, konsumsi, dan *output gap* sangat responsif terhadap *shock* yang terjadi pada masing-masing variabel pada awal periode yang terjadi sebelum

atau tepat pada *lag* optimum dan menunjukkan respon sesuai dengan teori. Kesimpulan dari penelitian ini adalah Hasil analisis *impulse response* pada sektor riil menunjukkan variabel suku bunga kebijakan, bunga puab, suku bunga kredit, IHPR, investasi dan *output gap* dengan cepat merespons *shock* yang terjadi pada masing-masing variabel pada awal periode dan menunjukkan respons sesuai dengan yang diharapkan.

Corresponding Author: **Anang Saputra**

E-mail: anangchio@gmail.com



PENDAHULUAN

Kebijakan moneter merupakan kebijakan otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter (jumlah uang beredar, uang primer, atau kredit perbankan) untuk mencapai perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan. Perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan tersebut adalah stabilitas ekonomi makro yang dicerminkan oleh stabilitas harga (rendahnya laju inflasi), membaiknya perkembangan *output* riil (pertumbuhan ekonomi), serta kesempatan kerja yang tersedia (Juhro, 2020).

Menurut Undang-Undang No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia yang sebagaimana telah diubah dengan Undang-Undang No. 3 Tahun 2004 dan Undang-Undang Nomor 6 Tahun 2009, tujuan Bank Indonesia adalah mencapai dan menjaga kestabilan nilai rupiah. Kestabilan nilai rupiah memiliki dua dimensi, yaitu kestabilan nilai rupiah terhadap barang dan jasa atau yang biasa disebut dengan inflasi dan kestabilan nilai rupiah terhadap mata uang negara lain.

Untuk mencapai semua sasaran perkembangan ekonomi yang diinginkan secara bersama-sama terbilang cukup sulit karena sering kali pencapaian sasaran-sasaran akhir tersebut bersifat kontradiktif yang pada akhirnya menyebabkan pencapaian stabilitas ekonomi makro tidak optimal. Oleh karena itu, untuk mencapai sasaran ekonomi makro yang optimal dengan memilih salah satu sasaran dengan mengabaikan sasaran lainnya atau pilihan lainnya adalah dengan memilih semua sasaran tetapi tidak ada satu pun yang dicapai secara optimal. Oleh karena itu, beberapa negara telah menerapkan kebijakan moneter yang lebih mengutamakan pada sasaran tunggal, yaitu stabilitas harga (Juhro, 2020).

Tujuan akhir kebijakan moneter adalah mencapai dan menjaga tingkat inflasi yang rendah, dan pengumuman target inflasi kepada publik dengan *Inflation Targeting* yang digunakan sebagai kerangka kerja kebijakan moneter. *Inflation targeting* dimulai dari penetapan dan diumumkannya sasaran inflasi yang ingin dicapai oleh bank sentral. Dengan target inflasi yang digunakan sebagai jangkar, perumusan kebijakan moneter diarahkan untuk mencapai sasaran inflasi yang sudah ditetapkan oleh bank sentral (Juhro, 2020).

Tabel 1. Perbandingan Target Inflasi dan Inflasi Aktual

Tahun	Target Inflasi	Inflasi Aktual
2010	5+1%	6,96
2011	5+1%	3,79
2012	4,5+1%	4,30
2013	4,5+1%	8,38
2014	4,5+1%	8,36
2015	4+1%	3,35

2016	4±1%	3,02
2017	4±1%	3,61
2018	3,5±1%	3,13
2019	3,5±1%	2,72
2020	3±1%	1,68
2021	3±1%	1,87

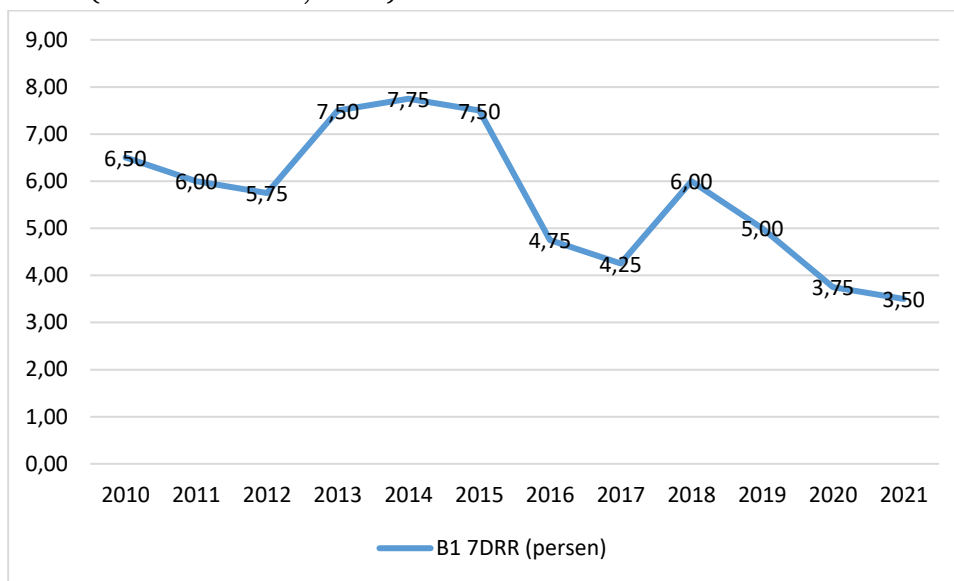
Sumber: Bank Indonesia

Inflasi aktual mengalami fluktuasi setiap tahunnya. Inflasi tertinggi pada tabel di atas terjadi pada tahun 2013 dan 2014 yaitu sebesar 8,38 persen dan 8,36 persen. Penyebab utama tingginya inflasi pada tahun 2013 dan 2014 dikarenakan adanya kenaikan harga BBM yang membuat harga komoditas lain pun ikut meningkat. Bank Indonesia memperkirakan inflasi tahun 2013 dapat lebih rendah dari 8,5 persen dan terus menurun dalam kisaran target 4,5±1%. Pada tahun 2019 inflasi aktual tercatat sebesar 2,72 persen di mana angka ini berada di bawah target inflasi yaitu sebesar 3,5±1%. Rendahnya inflasi tahun 2019 ini artinya harga-harga barang dan jasa cenderung terkendali. Akan tetapi rendahnya inflasi merupakan suatu peringatan. Karena jika inflasi terlalu rendah artinya terdapat penurunan daya beli oleh masyarakat. Pada tahun 2020 inflasi Indonesia sebesar 1,68 persen di bawah target inflasi sebesar 3±1%. Inflasi yang rendah pada tahun 2020 dikarenakan permintaan domestik yang belum kuat sebagai akibat dari pandemi Covid-19, pasokan yang memadai dan sinergi kebijakan yang dilakukan antara Bank Indonesia dengan Pemerintah dalam menjaga kestabilan harga baik di tingkat daerah maupun di tingkat pusat. Selain itu rendahnya inflasi pada tahun 2020 juga disebabkan adanya pembatasan mobilitas masyarakat dan upaya yang dilakukan pemerintah dalam menurunkan harga energi untuk mendorong daya beli masyarakat. Inflasi aktual pada tahun 2021 naik dari inflasi aktual 2020 yaitu sebesar 1,87 persen. Angka tersebut masih terkendali dan masih pada level yang rendah dan stabil serta berada di bawah kisaran target inflasi tahun 2021 sebesar 3±1%. Peningkatan yang terjadi ini dikarenakan aktivitas ekonomi yang berangsur membaik dengan kelonggaran pembatasan mobilitas masyarakat.

Dalam mencapai sasaran akhir tersebut, Bank Indonesia secara teratur memantau tren di berbagai variabel ekonomi riil, moneter, dan keuangan untuk memastikan bahwa target inflasi yang ditetapkan tercapai. Variabel ekonomi riil dipantau baik dari sisi permintaan (konsumsi, investasi, impor dan ekspor baik swasta maupun pemerintah) dan sisi penawaran (semua sektor ekonomi). Pemantauan variabel-variabel ini diharapkan dapat memberikan peringatan dini terhadap kemungkinan tekanan terhadap inflasi di masa mendatang (Warjiyo & Solikin, 2003).

Sementara itu, pemantauan terhadap variabel-variabel moneter & keuangan sebagai sasaran antara dilakukan guna menentukan berjalannya mekanisme transmisi kebijakan moneter ke sektor riil. Untuk itu, Bank Indonesia memantau terus perkembangan sasaran antara yang meliputi besaran-besaran moneter (M1 & M2), suku bunga, dan nilai tukar rupiah. Sedangkan variabel-variabel sektor keuangan meliputi perkembangan dana perbankan, kredit dan pembiayaan lain, syarat kesehatan perbankan dan pasar modal. Melalui pemantauan tadi bisa dianalisis seberapa jauh dampak kebijakan moneter yang dilakukan Bank Indonesia, khususnya kecepatan dan tenggat waktu terhadap perkembangan ekonomi riil dan inflasi ke depan. Dengan pemantauan terhadap perkembangan sektor riil dan berjalannya mekanisme transmisi moneter seperti dijelaskan pada atas, bisa dirumuskan kebijakan moneter yang perlu ditempuh dalam rangka mengantisipasi perkembangan inflasi dan *output* riil ke depan (Warjiyo & Solikin, 2003).

Bank Indonesia menetapkan BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI 7DRR) dalam rangka memperkuat efektivitas transmisi kebijakan moneter pada 19 Agustus 2016 sebagai suku bunga kebijakan yang menggambarkan sinyal respons kebijakan moneter dalam pengendalian inflasi sesuai dengan sasaran. Sebelumnya, Bank Indonesia menggunakan BI *rate* sebagai suku bunga acuan. Dengan diperkenalkannya BI 7DRR sebagai suku bunga acuan, maka jangka waktu instrumen tersebut akan lebih pendek yaitu setara dengan instrumen moneter selama 7 hari, sehingga diharapkan dapat mempercepat transmisi kebijakan moneter dan inflasi langsung sebagaimana yang telah ditetapkan. Mekanisme perubahan BI 7DRR mempengaruhi kegiatan ekonomi dikenal sebagai mekanisme transmisi kebijakan moneter (Bank Indonesia, 2020).



Sumber: Bank Indonesia

Gambar 1. Perkembangan BI7DRR

BI7DRR sebagai suku bunga acuan dimaksudkan untuk memberikan stimulus kepada lembaga perbankan agar berperilaku sesuai dengan skenario yang ditetapkan oleh Bank Indonesia untuk mengendalikan inflasi. Misalnya, ketika Bank Indonesia menurunkan BI 7DRR, bank diharapkan juga dapat menurunkan suku bunga deposito dan kreditnya. Sebaliknya, ketika Bank Indonesia menaikkan BI 7DRR diharapkan lembaga perbankan juga menaikkan suku bunga deposito dan kredit. Naik turunnya suku bunga kredit pada perbankan akan memengaruhi perilaku masyarakat. Jika suku bunga kredit turun akan menimbulkan minat masyarakat untuk mengambil pinjaman. Sebaliknya, ketika suku bunga kredit sedang naik masyarakat enggan untuk mengambil pinjaman. Dengan diterapkannya BI 7DRR ini diharapkan mekanisme transmisi kebijakan moneter akan lebih cepat berpengaruh terhadap perekonomian melalui kestabilan harga atau tingkat inflasi yang rendah (Susilowati & Wahyuningdyah, 2018).

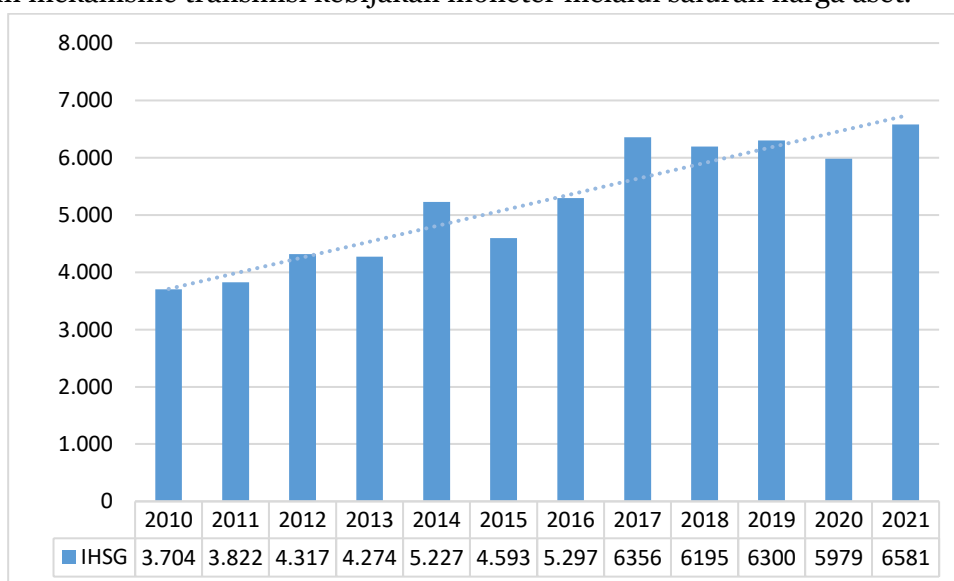
Setiap kebijakan yang diambil bank sentral dapat melalui lima saluran transmisi kebijakan moneter yaitu saluran suku bunga, saluran nilai tukar, saluran harga aset, saluran kredit, dan saluran ekspektasi. Dalam penelitian ini transmisi kebijakan moneter yang digunakan adalah melalui saluran harga aset.

Konsumsi yang digunakan adalah konsumsi rumah tangga yang di mana konsumsi rumah tangga memiliki kontribusi paling besar dalam PDB pengeluaran.

Transmisi kebijakan moneter melalui harga aset di sektor riil diarahkan untuk melihat pengaruhnya terhadap investasi yaitu melalui teori *Tobin-q*. Pada investasi usaha, *Tobin-q* didefinisikan sebagai rasio nilai pasar perusahaan yang dibagi dengan biaya penggantian modal. Jika *Tobin-q* tinggi (misalnya dalam kondisi ekonomi yang sedang meningkat sehingga nilai pasar perusahaan tinggi dan atau suku bunga kebijakan moneter turun sehingga biaya penggantian modal juga ikut turun), maka investasi perusahaan akan meningkat. Perusahaan akan meningkatkan kreditnya kepada perbankan dalam pembiayaan investasinya. Analisis yang serupa juga dapat diterapkan untuk investasi pada rumah tangga, misalnya pada properti karena adanya kenaikan harga aset yang tinggi sementara suku bunga kredit turun (Warjiyo & Juhro, 2020).

Penurunan harga aset akan berpengaruh terhadap pengeluaran investasi oleh perusahaan. Di mana ketika harga aset turun akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk melakukan ekspansi atau mendorong penurunan investasi oleh perusahaan (Juhro, 2020). Karena peningkatan suku bunga menyebabkan meningkatnya biaya modal yang harus dikeluarkan dalam produksi dan investasi. Pembentukan Modal Tetap Bruto (PMTB) pada komponen bangunan digunakan sebagai proksi investasi karena PMTB terbentuk karena adanya kegiatan investasi, di mana sebagian dari investasi digunakan untuk kegiatan produksi oleh perusahaan. Menurunnya pengeluaran untuk konsumsi dan investasi akan mendorong penurunan permintaan agregat, *output* dan pada gilirannya akan berpengaruh terhadap inflasi.

Gambar di bawah ini menunjukkan adanya tren peningkatan aktivitas pada pasar saham dalam kurun waktu 10 tahun. Di mana Perkembangan harga saham merupakan tanda untuk melihat tingkah laku investor apakah akan membeli atau menjual sahamnya. Pergerakan harga saham salah satunya dipengaruhi oleh suku bunga. Di mana ketika suku bunga turun maka harga saham akan meningkat. Karena jika suku bunga turun beban perusahaan berkurang yang akan meningkatkan tingkat keuntungan perusahaan sehingga nilai IHSG pun akan meningkat. Peningkatan yang terjadi pada IHSG inilah yang menjadi salah satu alasan penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah peningkatan IHSG akan memengaruhi mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset.

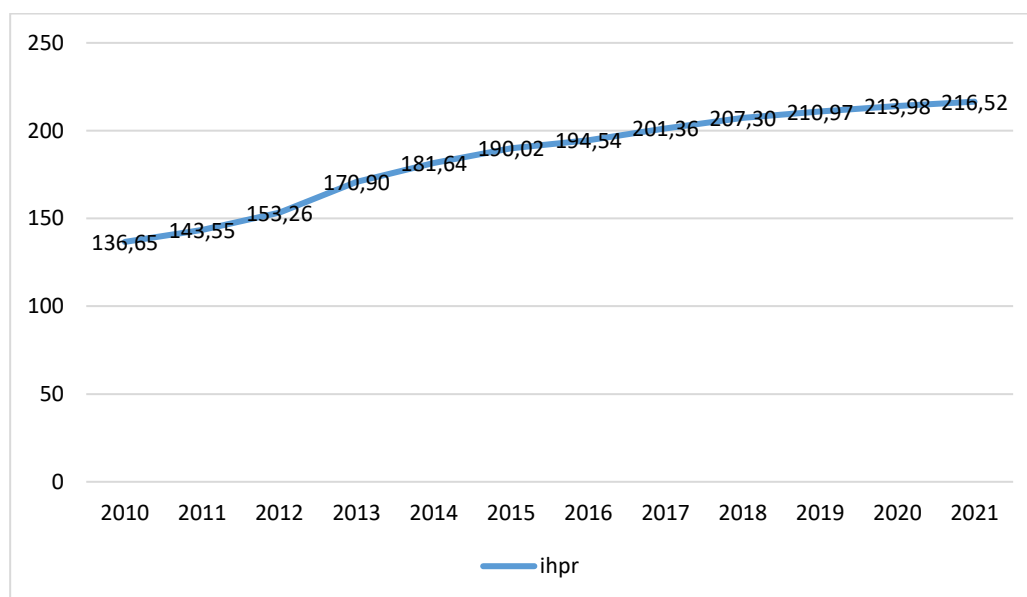


Sumber: Bank Indonesia

Gambar 3. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Seperti yang ditunjukkan pada transmisi melalui efek kekayaan terhadap konsumsi, teori siklus kehidupan atas tabungan dan konsumsi, menunjukkan bahwa pengeluaran konsumsi sekarang ditentukan oleh sumber daya yang dimiliki oleh konsumen sepanjang hidupnya, yaitu meliputi tidak hanya penghasilan ke depan tetapi juga kekayaan seperti saham. Oleh karena itu pada penelitian ini menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai proksi dari nilai harga aset di sektor keuangan.

Selain harga saham yang digunakan sebagai transmisi saluran harga aset melalui sektor finansial, dalam penelitian ini juga menggunakan Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) sebagai saluran harga aset dari sektor riil. Indeks harga properti residensial adalah indeks harga jual perumahan residensial, yang ditentukan dengan pembobotan harga jual rumah besar, menengah, dan kecil untuk 18 kota terpilih di Indonesia dan dianggap memadai untuk mengukur pertumbuhan properti dan industri *real estate* di Indonesia (Magdalena, 2015).



Sumber: Bank Indonesia

Gambar 4. Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) gabungan 18 Kota

Gambar di atas menunjukkan harga properti residensial yang diukur dengan Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) mengalami peningkatan setiap tahunnya. Hal ini menunjukkan semakin bertambahnya permintaan akan properti baik digunakan sebagai hunian maupun untuk investasi. Besarnya tingkat bunga dapat mempengaruhi keputusan dalam membeli properti untuk konsumsi maupun investasi karena besarnya bunga berarti besar pula biaya modal yang harus dikeluarkan dan besarnya bunga juga menentukan tingkat pengembalian yang akan diperoleh (Utama, 2012).

Alasan digunakannya Indeks Harga Properti Residensial sebagai proksi dari transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset di sektor riil yaitu terkait dengan tujuan Bank Indonesia dalam mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah terhadap barang dan jasa (inflasi) maupun terhadap mata uang lainnya. Dalam kaitan tersebut, Bank Indonesia bertanggung jawab terhadap pengendalian inflasi yang secara langsung dipengaruhi oleh kebijakan moneter. Dalam rangka penyusunan kebijakan tersebut, Bank Indonesia membutuhkan informasi mengenai salah satunya perkembangan harga properti residensial. Pengumpulan informasi mengenai perkembangan harga-harga properti residensial ini diselenggarakan oleh Bank Indonesia melalui Survei Harga Properti Residensial (SHPR) yang di mana hasil survei tersebut disajikan dalam bentuk Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) (Bank Indonesia, 2020). Selain itu, digunakannya Indeks Harga Properti Residensial

sebagai proksi nilai harga aset di sektor riil dikarenakan properti selain dapat digunakan sebagai tempat tinggal juga dapat digunakan sebagai produk investasi yang di mana ketika terjadi peningkatan pada sektor properti akan mendorong meningkatnya berbagai kegiatan pada sektor-sektor lain yang terkait.

Dalam aktivitas ekonomi, peran properti tidak hanya sebagai pembentuk inflasi harga aset, namun juga menjadi salah satu indikator dini yang mencerminkan pergerakan perekonomian. Hal ini disebabkan karena investasi di properti bersifat jangka panjang sehingga aktivitas yang dilakukan investor menjadi salah satu indikator dari pergerakan ekonomi. Namun, perkembangan yang berlebihan pada sektor properti dapat memberikan dampak negatif bagi perekonomian. Apabila terjadi peningkatan pada sektor properti yang melampaui kebutuhan, dikhawatirkan akan mengakibatkan terjadinya penurunan harga di sektor properti secara drastis melalui terjadinya *bubble burst* atau *bubble prices*. Hal tersebut dikhawatirkan dapat menciptakan ketidakstabilan pada sistem keuangan yang pada akhirnya akan berdampak negatif pada perekonomian secara keseluruhan. Oleh karena itu, kebijakan moneter dibutuhkan untuk merespons kondisi saat harga aset properti cenderung meningkat sebagai upaya menjaga stabilitas sektor perbankan dan sektor keuangan pada umumnya (Wuryandani, Jony, & Prasetya, 2005).

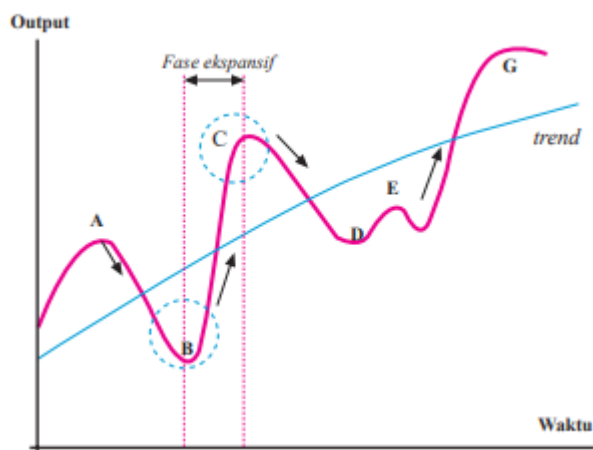
Berdasarkan uraian di atas telah dijelaskan bahwa harga aset di sektor finansial maupun sektor riil menunjukkan adanya pengaruh mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset terhadap sasaran akhir kebijakan moneter. Selain itu, mekanisme transmisi kebijakan moneter memiliki peran yang sangat penting untuk mencapai tujuan utama dari kebijakan moneter yaitu stabilitas harga maka penelitian ini perlu dilakukan. Oleh karena itu, penelitian ini akan membahas mengenai peran saluran harga aset dalam transmisi kebijakan moneter yang akan berpengaruh terhadap sasaran akhir kebijakan moneter yang dicerminkan dengan inflasi.

Kebijakan moneter merupakan kebijakan otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter (seperti uang beredar, uang primer, atau kredit perbankan) untuk mencapai perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan yaitu stabilitas ekonomi makro yang digambarkan oleh stabilitas harga (rendahnya laju inflasi), membaiknya perkembangan *output* riil (pertumbuhan ekonomi), dan kesempatan kerja yang tersedia. Untuk mengelola dan memengaruhi perkembangan perekonomian agar dapat berlangsung dengan baik dan stabil, dilakukan langkah-langkah yang dikenal dengan kebijakan ekonomi makro oleh otoritas moneter. Kebijakan ekonomi makro pada dasarnya merupakan pengelolaan sisi permintaan dan sisi penawaran suatu perekonomian agar mengarah pada kondisi keseimbangan dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan (Warjiyo & Solikin, 2003).

Dalam melakukan penguatan kerangka operasi moneter Bank Indonesia mengimplementasikan suku bunga acuan kebijakan baru yaitu *BI-7 Day Reverse Repo Rate* (BI7DRR) yang berlaku efektif sejak 19 Agustus 2016, menggantikan *BI Rate*. Kerangka operasi moneter disempurnakan untuk memperkuat efektivitas kebijakan dalam mencapai sasaran akhir inflasi yang ditetapkan. Instrumen BI7DRR digunakan sebagai suku bunga kebijakan baru karena dapat secara cepat memengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil (Bank Indonesia, 2020).

Kebijakan moneter dikenal memiliki dua jenis, yaitu kebijakan moneter ekspansif dan kebijakan moneter kontraktif. kebijakan moneter ekspansif adalah kebijakan moneter yang ditujukan untuk mendorong kegiatan ekonomi, yang dilakukan melalui peningkatan jumlah uang beredar. Kebijakan moneter kontraktif adalah kebijakan moneter yang ditujukan untuk memperlambat kegiatan ekonomi yang dilakukan melalui penurunan jumlah uang beredar.

Pada jangka pendek kebijakan moneter ekspansif bisa mendorong aktivitas ekonomi yang sedang mengalami resesi yang berkepanjangan. Sebaliknya, kebijakan moneter kontraktif bisa memperlambat laju inflasi yang biasanya terjadi dalam saat aktivitas perekonomian yang sedang mengalami *boom*. Gambaran yang lebih jelas tentang kondisi tersebut bisa dilihat dalam grafik pada bawah ini (Warjiyo & Solikin, 2003).



Sumber: (Warjiyo & Solikin, 2003).

Gambar 5. Siklus Kegiatan Ekonomi

Gambar di atas menjelaskan mengenai situasi pada fase kegiatan ekonomi yang sedang mengalami resesi (misalnya dari titik A ke titik B). Pemerintah dapat melakukan kebijakan moneter ekspansif untuk memperpendek periode resesi sehingga perekonomian bisa lebih cepat pulih kembali. Sebaliknya, saat kondisi perekonomian sedang mengalami perkembangan yang sangat pesat, pemerintah dapat melakukan kebijakan moneter kontraktif untuk menghindari pemanasan kegiatan perekonomian (*over heating*) (Warjiyo & Solikin, 2003).

Bank Indonesia sebagai otoritas moneter memiliki tujuan untuk mencapai dan menjaga stabilitas nilai rupiah. Tujuan tersebut tertuang dalam UU No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia yang diubah melalui UU No. 3 tahun 2004 dan UU No. 6 Tahun 2009 pada pasal 7. Kestabilan nilai rupiah memiliki dua aspek yaitu kestabilan nilai rupiah terhadap harga-harga barang dan jasa yang tercermin dari perkembangan laju inflasi dan terkait dengan kestabilan nilai tukar Rupiah terhadap mata uang negara lain yang disebut dengan nilai tukar (Bank Indonesia, 2020).

Tujuan dari penelitian ini adalah Untuk menganalisis respons variabel-variabel mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset saat terjadi perubahan pada setiap variabel.

METODE PENELITIAN

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah VAR atau VECM (*Vector Error Correction Model*). Langkah pertama dari pembentukan model VAR adalah dengan melakukan uji stasioneritas data. Apabila data stasioner pada tingkat level maka model yang digunakan adalah model VAR biasa (*unrestricted VAR*). Sebaliknya, apabila data tidak stasioner pada level tetapi stasioner pada proses diferensi data, maka kita harus menguji apakah data memiliki hubungan dalam jangka panjang atau tidak dengan melakukan uji kointegrasi. Jika terdapat kointegrasi maka model yang digunakan adalah model *Vector Error Correction Model* (VECM). Model VECM ini merupakan model yang terestriksi (*restricted VAR*) karena adanya kointegrasi yang menunjukkan adanya hubungan jangka panjang antar variabel di dalam sistem VAR. Apabila tidak terdapat kointegrasi antar variabel endogen tetapi

data stasioner pada proses diferensi maka disebut model VAR dengan data diferensi (*VAR in difference*) (Widarjono, 2018).

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Hasil Uji Stasioneritas

Langkah pertama untuk mengestimasi model VAR/VECM adalah uji stasioneritas data. Uji stasioneritas data yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan uji akar unit *Philips Perron*. Apabila nilai t-statistik PP < nilai kritis *MacKinnon* maka dapat disimpulkan bahwa variabel tersebut stasioner atau tidak mengandung akar unit.

Tabel 2. Uji Stasioneritas Tingkat Level

Variabel	<i>Intercept</i>	<i>Trend and Intercept</i>	None	Keterangan
Inflasi	-1.921859	-3.608382**	-0.845730	Stasioner
SBK	-0.984686	-1.957258	-0.986337	Tidak Stasioner
rPUAB	-1.701745	-2.204842	-1.041287	Tidak Stasioner
rDEPO	-3.077325**	-3.860194**	-1.786345*	Stasioner
IHSG	-1.817866	-3.265880*	1.636569*	Stasioner
KONS	-1.529146	-2.399555	5.205889	Tidak Stasioner
rKREDIT	-3.882709***	-4.090911**	-0.978879	Stasioner
IHPR	-3.736344***	-3.721879**	-3.704607***	Stasioner
INV	-1.162490	-3.760349**	3.504013	Stasioner
OG	-4.409035***	-4.338782***	-4.483870***	Stasioner

Sumber: Lampiran 3

*Signifikan dengan tingkat keyakinan 90%

**Signifikan dengan tingkat keyakinan 95%

***Signifikan dengan tingkat keyakinan 99%

Tabel di atas menunjukkan uji akar-akar unit yang telah dilakukan menggunakan PP pada tingkat level. Dengan membandingkan nilai dari t-statistik dengan nilai kritis *MacKinnon* 5 persen dapat disimpulkan bahwa tidak semua variabel stasioner pada tingkat level I(0). Apabila terdapat data yang tidak stasioner, maka akan dilanjutkan dengan uji akar-akar unit pada tingkat diferensi pertama I(1) pada masing-masing variabel hingga semua variabel stasioner pada derajat yang sama.

Tabel 3. Uji Stasioner pada tingkat diferensi pertama

Variabel	<i>Intercept</i>	<i>Trend and Intercept</i>	None	Keterangan
Inflasi	-8.863032***	-8.809105***	-8.963996***	Stasioner
SBK	-4.433843***	-4.546218***	-4.397978***	Stasioner
rPUAB	-8.099384***	-8.047078***	-8.089286***	Stasioner
rDEPO	-8.532269***	-8.410356***	-8.629248***	Stasioner
IHSG	-7.861614***	-8.170193***	-7.176746***	Stasioner
KONS	-10.51099***	-13.92613***	-5.810929***	Stasioner
rKREDIT	-8.916668***	-8.810096***	-9.019228***	Stasioner
IHPR	-16.24800***	-16.19186***	-16.59012***	Stasioner
INV	-10.09200***	-11.74061***	-6.798846***	Stasioner
OG	-10.19146***	-9.945132***	-10.39653***	Stasioner

Sumber: Lampiran 4

*Signifikan dengan tingkat keyakinan 90%

**Signifikan dengan tingkat keyakinan 95%

***Signifikan dengan tingkat keyakinan 99%

Hasil pengujian akar-akar unit menggunakan PP pada tingkat diferensi pertama menunjukkan semua variabel stasioner pada tingkat diferensi pertama I(1). Oleh karena itu, dapat dilakukan pengolahan data lebih lanjut.

2. Penentuan Lag Optimal

Panjangnya kelambanan bisa ditentukan berdasarkan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC) maupun *Schwarz Information* (SIC) yang dapat dilihat pada tabel 6. Panjangnya kelambanan yang dipilih berdasarkan pada nilai AIC maupun SIC yang paling minimum dengan mengambil nilai absolutnya.

Hasil uji panjang lag optimal dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC) menunjukkan lag optimal adalah 2 untuk sektor finansial dan 3 untuk sektor riil. Hal ini berarti secara bersama-sama variabel eksogen memengaruhi variabel endogen di dalam model persamaan selama 2 atau 3 periode.

Tabel 4. Panjang Lag Optimal

Lag	Sektor Finansial	Sektor Riil
	AIC	
0	41.0024	44.4832
1	39.5469	42.8347
2	38.5942*	43.2032
3	39.2357	42.7960*

Sumber: Lampiran 5

3. Hasil Uji Stabilitas VAR

Sebelum melakukan analisis lebih jauh terlebih dahulu dilakukan uji stabilitas VAR. Apabila hasil estimasi VAR tidak stabil, maka analisis *impulse response* dan *variance decomposition* juga menjadi tidak valid. Untuk menguji apakah estimasi VAR stabil atau tidak dapat digunakan *Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial* dan *Roots of Characteristic Polynomial* (Basuki & Yusuf, 2018).

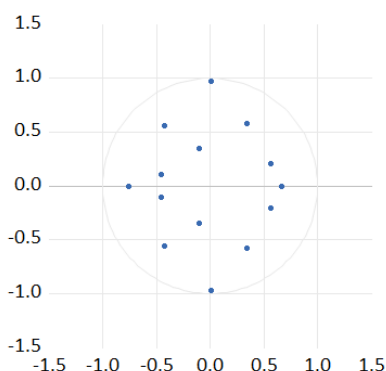
Tabel 5. Hasil uji stabilitas *Roots of Characteristic Polynomial* VAR Model 1

Kisaran Modulus	Kesimpulan
0.360506 - 0.972527	Stabil

Sumber: Lampiran 6

Berdasarkan hasil uji stabilitas VAR model 1 dengan lag 2 dapat disimpulkan bahwa estimasi VAR yang akan digunakan untuk analisis IR dan VD sudah stabil pada lag 2, karena seluruh akar root memiliki modulus lebih kecil dari satu sehingga hasil analisis IR dan VD yang digunakan dalam penelitian ini adalah valid.

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Sumber: Lampiran 6

Gambar 6. Hasil Uji Stabilitas *Roots of AR Characteristic Polynomial* Model 1

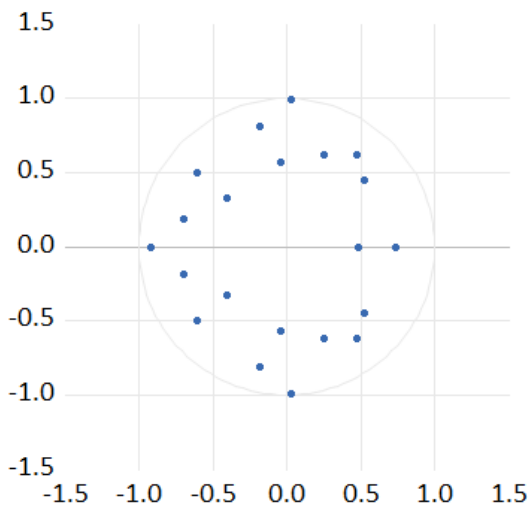
Berdasarkan gambar 11 pengujian stabilitas VAR menggunakan *roots of AR characteristic polynomial* menunjukkan titik-titik pada lingkaran atau penyebaran data tidak berada di luar lingkaran yang artinya data valid untuk dilakukan analisis lebih lanjut dengan menggunakan model VAR. Berdasarkan pengujian stabilitas VAR dengan menggunakan *roots of characteristic polynomial* dan *roots of AR characteristic polynomial* sudah valid yang artinya bahwa analisis *impulse response* dan *variance decomposition* dalam estimasi VAR adalah valid pada model 1.

Tabel 6. Hasil uji stabilitas <i>Roots of AR Charateristic Polynomial</i> VAR Model 2	
Kisaran Modulus	Kesimpulan
0.479884 - 0.984033	Stabil

Sumber: Lampiran 6

Berdasarkan hasil uji stabilitas VAR pada model 2 dapat disimpulkan bahwa estimasi VAR yang akan digunakan untuk analisis IR dan VD sudah stabil, karena seluruh akar *root* memiliki modulus lebih kecil dari satu sehingga hasil analisis IR dan VD yang digunakan dalam penelitian ini adalah valid pada model 2. Setelah mengetahui bahwa model 1 dan model 2 sudah stabil untuk pengujian IR dan VD maka dapat dilakukan pengujian selanjutnya.

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Gambar 7. Hasil Uji Stabilitas *Roots of AR Characteristic Polynomial* Model 2

Sumber: Lampiran 6

Berdasarkan gambar 12 pengujian stabilitas VAR menggunakan *roots of AR characteristic polynomial* menunjukkan titik-titik pada lingkaran atau penyebaran data tidak berada di luar lingkaran yang artinya data valid untuk dilakukan analisis lebih lanjut dengan menggunakan model VAR. Berdasarkan pengujian stabilitas VAR dengan menggunakan *roots of characteristic polynomial* dan *roots of AR characteristic polynomial* sudah valid yang artinya bahwa analisis *impulse response* dan *variance decomposition* dalam estimasi VAR adalah valid pada model 2.

4. Hasil Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi dapat dilakukan apabila seluruh variabel sudah stasioner pada derajat yang sama. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan jangka panjang pada variabel yang diteliti. Apabila terdapat hubungan jangka panjang maka model VECM dapat dilakukan.

Dalam penelitian ini uji kointegrasi dilakukan dengan menggunakan uji Johansen yang dapat digunakan untuk mengetahui banyaknya kemungkinan kointegrasi yang terjadi pada sejumlah variabel. Sebelum melakukan uji kointegrasi perlu dilakukan pengujian asumsi *trend deterministic*. Asumsi *trend deterministic* dapat dilakukan berdasarkan kriteria AIC atau SC yang terkecil. Berikut adalah hasil uji data trend pada model 1 dengan menggunakan lag 2.

Tabel 7. Hasil uji data trend model 1

Data Trend	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or No. of CEs	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)					
0	39.63742	39.63742	38.67134	38.67134	38.53292
1	38.29776	38.33784	38.13774	38.08207	37.97486

2	38.14997	37.98036	37.97846	37.60400	37.51897*
3	38.14655	37.91154	38.00056	37.66758	37.59947
4	38.26253	38.07197	38.12705	37.80364	37.73062
5	38.47767	38.30442	38.38267	38.10367	37.98641
6	39.03601	38.60920	38.65360	38.41634	38.38881
7	39.63600	39.21342	39.21342	38.86470	38.86470

Sumber: Lampiran 7

Dari hasil uji *trend deterministic* di atas, dilihat berdasarkan kriteria AIC disarankan menggunakan *trend deterministic* dengan asumsi *Quadratic Intercept Trend*, Dengan menggunakan asumsi pilihan keempat yaitu *Linear Intercept Trend*, berikut hasil dari uji kointegrasi dengan menggunakan Johansen pada model 1.

Tabel 8. Uji Kointegrasi Model 1

Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob
None	181.0702*	139.2753	0.0000	53.11295*	49.58633	0.0207
At most 1	127.9572*	107.3466	0.0011	48.51489*	43.41977	0.0129
At most 2	79.44233*	79.34145	0.0491	24.37756	37.16359	0.6353
At most 3	55.06477	55.24578	0.0519	22.09840	30.81507	0.3908
At most 4	32.96637	35.01090	0.0815	16.48910	24.25202	0.3747
At most 5	16.47727	18.39771	0.0910	9.892329	17.14769	0.4073
At most 6	6.584939*	3.841465	0.0103	6.584939*	3.841465	0.0103

Sumber: Lampiran 7

Tanda (*) menunjukkan adanya kointegrasi

Tabel 10 menyajikan uji kointegrasi Johansen untuk sektor finansial dengan panjang lag 1-2. Terdapat dua bagian yaitu uji statistic kointegrasi dengan *Trace statistic* dan uji kointegrasi dengan *Max-eigen statistic*. Berdasarkan uji *trace statistic* dapat dilihat terdapat empat hubungan kointegrasi di mana nilai *trace statistic* yang lebih besar daripada nilai kritisnya dengan tingkat signifikansi 5%. Pada uji kointegrasi dengan *max-eigen statistic* terdapat tiga hubungan kointegrasi. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis nol yang menyatakan tidak terdapat kointegrasi pada variabel-variabel yang digunakan ditolak dan hipotesis alternatif yang menyatakan terdapat kointegrasi pada variabel yang digunakan diterima.

Pada model 2 untuk hasil uji *trend deterministic* dilihat berdasarkan kriteria AIC atau SC terkecil. Berdasarkan tabel 11 yang memuat hasil uji data trend pada model 2 disarankan menggunakan *trend deterministic* dengan asumsi *Quadratic Intercept Trend*, sedangkan berdasarkan SC disarankan menggunakan *trend deterministic* dengan asumsi *none no intercept no trend*. Berikut adalah hasil uji data trend pada pada model 2 dengan menggunakan lag 3.

Tabel 9. Hasil uji data trend model 2

Data Trend	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or No. of CEs	No Intercept No Trend	Intercept No Ttrend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend

Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)

0	43.52284	43.52284	42.79604	42.79604	42.17247
1	41.43535	41.31640	41.23315	41.14818	40.54150
2	40.12228	39.82793	39.98036	39.65046	39.54805
3	39.46907	39.14107	39.25720	38.95800	38.84947
4	39.60078	38.89509	38.97286	38.59309	38.50779
5	39.75936	39.07227	39.12585	38.51113	38.41703*
6	40.26152	39.46274	39.49567	38.74224	38.65417
7	40.83734	40.04083	40.04083	39.15983	39.15983

Sumber: Lampiran 7

Tabel 12. Menyajikan uji Kointegrasi Johansen untuk sektor riil dengan dengan menggunakan asumsi pilihan keempat yaitu *Quadratic Intercept Trend* dan dengan panjang lag 1-3. Terdapat dua bagian yaitu uji statistic kointegrasi dengan *Trace statistic* dan uji kointegrasi dengan *Max-eigen statistic*. Berdasarkan uji *trace statistic* dan *max-eigen statistic* dapat dilihat terdapat tujuh hubungan kointegrasi di mana nilai *trace statistic* yang lebih besar daripada nilai kritisnya dengan tingkat signifikansi 5%.

Tabel 10. Uji kointegrasi Model 2

Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob
None	328.5562*	139.2753	0.0000	99.76253*	49.58633	0.0000
At most 1	228.7937*	107.3466	0.0000	71.71188*	43.41977	0.0000
At most 2	157.0818*	79.34145	0.0000	58.73752*	37.16359	0.0000
At most 3	98.34427*	55.24578	0.0000	43.03382*	30.81507	0.0010
At most 4	55.31045*	35.01090	0.0001	31.99341*	24.25202	0.0039
At most 5	23.31704*	18.39771	0.0094	17.56573*	17.14769	0.0435
At most 6	5.751307*	3.841465	0.0165	5.751307*	3.841465	0.0165

Sumber: Lampiran 7

Tanda (*) menunjukkan adanya kointegrasi

Berdasarkan hasil uji kointegrasi yang telah dilakukan mengindikasikan bahwa di antara pergerakan variabel-variabel penelitian terdapat hubungan jangka panjang. Oleh karena itu, setiap periode dalam jangka pendek, seluruh variabel cenderung saling menyesuaikan untuk mencapai keseimbangan jangka panjangnya. Berdasarkan hasil yang telah didapatkan, model yang tepat digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM) karena variabel yang digunakan stasioner pada tingkat diferensi pertama dan terdapat hubungan kointegrasi.

5. Estimasi VECM

Estimasi VECM pada penelitian ini menggunakan *lag* 2 pada mode 1 dan *lag* 3 pada model 2. Estimasi VECM ini dilakukan dengan membandingkan nilai t-statistik dengan t-tabel untuk melihat signifikansi variabel dan melihat nilai koefisien untuk menentukan seberapa besar pengaruh antar variabel dalam jangka panjang dan jangka pendek. Apabila nilai t-statistik > nilai t-tabel (1.68288), maka hubungan variabel tersebut dapat dikatakan signifikan. Sebaliknya, jika nilai t-statistik < nilai t-tabel maka hubungan variabel tersebut tidak signifikan. Nilai t-tabel di lihat menggunakan tingkat signifikansi 5% dan df 41 (n-k).

Tabel 11. Hasil Estimasi VECM Model 1

Variabel	INF	SBK	rPUAB	rDEPO	IHSG	KONS	OG
Jangka Panjang							
	1.000	-0.551*	-0.296*	0.733*	-0.001*	-0.021*	0.029*
		[-4.095]	[-2.200]	[8.888]	[-5.224]	[-3.128]	[7.435]
Jangka Pendek							
(-1)	0.610	0.732	-0.436	0.859	0.0002	-0.010	0.005
	[0.684]	[1.184]	[-1.020]	[1.019]	[0.261]	[-0.609]	[0.698]
(-2)	-0.051	-1.549*	0.401	-0.341	0.0005	-0.0257	0.015
	[-0.069]	[-2.3484]	[1.219]	[-0.490]	[0.913]	[-1.131]	[1.259]
R²	= 0.412918						

F-stat = 1.230845

Sumber: Lampiran 8

[] : t-hitung

* : tingkat signifikansi 5%

Dari tabel 13 diperoleh persamaan model estimasi VECM jangka panjang.

$$INF = -0.551SBK - 0.296RPUAB + 0.733RDEPO - 0.001IHSG - 0.021KONS + 0.029OG$$

Berdasarkan hasil yang didapatkan dari tabel 13 dapat disimpulkan bahwa semua variabel dalam penelitian ini berpengaruh signifikan dalam jangka panjang. Dari persamaan dengan membandingkan nilai t-statistik dan nilai t-tabel 1.68288 dengan tingkat signifikansi 0,05 bahwa secara statistik dan signifikan SBK, RPUAB, IHSG, dan KONS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap inflasi dalam jangka panjang. Sedangkan RDEPO dan OG berpengaruh positif dan signifikan terhadap inflasi.

Untuk jangka pendek berikut adalah persamaan dari estimasi VECM pada model 1.

$$D(INF) = 0.610D(INF(-1)) - 0.051D(INF(-2)) + 0.732D(SBK(-1)) - 1.549D(SBK(-2)) - 0.436D(RPUAB(-1)) + 0.401D(RPUAB(-2)) + 0.859D(RDEPO(-1)) - 0.490D(RDEPO(-2)) + 0.0002D(IHSG(-1)) + 0.0005D(IHSG(-2)) - 0.010D(KONS(-1)) - 0.0257D(KONS(-2)) + 0.005D(OG(-1)) + 0.015D(OG(-2))$$

Hasil estimasi VECM untuk jangka pendek dengan membandingkan nilai t-statistik dan nilai t-tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 menunjukkan hanya variabel SBK yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel inflasi pada lag kedua, sedangkan pada lag pertama tidak berpengaruh.

Nilai F-statistik menunjukkan sebesar 1.230845 lebih kecil dari nilai F-tabel (2.33), artinya seluruh variabel dalam penelitian tidak secara Bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap inflasi.

Berikut adalah hasil VECM untuk sektor riil. Berdasarkan hasil estimasi VECM pada tabel 14, berikut adalah persamaan VECM untuk jangka panjang pada model 2.

$$INF = -0.585SBK - 0.374RPUAB + 0.831RKREDIT + 0.0004IHPR - 0.028INV - 0.028OG$$

Tabel 12. Hasil Estimasi VECM Model 2

Variabel	INF	SBK	rPUAB	rKREDIT	IHPR	INV	OG
Jangka Panjang							
	1.000	-0.585*	-0.374*	0.831*	0.0004*	0.020*	-0.028*
		[-7.610]	[-5.827]	[12.23]	[11.501]	[3.583]	[-6.224]
Jangka Pendek							
(-1)	1.619	1.396	-1.133	1.893	0.0001	0.019	-0.003
	[0.593]	[1.645]	[-1.620]	[0.712]	[0.433]	[0.656]	[-0.196]
(-2)	0.4409	-1.331	0.212	0.016	0.000	0.009	-0.0005
	[0.180]	[-1.529]	[0.327]	[0.007]	[0.283]	[0.3109]	[-0.036]
(-3)	-0.110	0.056	-0.689	0.093	0.000	0.0165	-0.004
	[-0.063]	[0.065]	[-1.479]	[0.053]	[0.364]	[0.806]	[-0.403]
R² = 0.437574							
F-stat = 0.676532							

Sumber: Lampiran 8

[] : t-hitung

* : tingkat signifikansi 5%

Berdasarkan hasil estimasi VECM pada tabel 14, berikut adalah persamaan VECM untuk jangka panjang pada model 2.

$$INF = -0.585SBK - 0.374RPUAB + 0.831RKREDIT + 0.0004IHPR - 0.028INV - 0.028OG$$

Untuk jangka pendek berikut adalah persamaan dari estimasi VECM model 2.

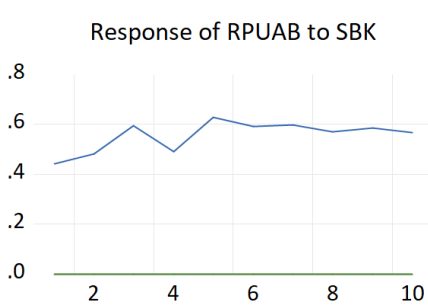
$$D(INF) = 1.619D(INF(-1)) + 0.441D(INF(-2)) - 0.110D(INF(-3)) + 1.396D(SBK(-1)) - 1.331D(SBK(-2)) + 0.056D(SBK(-3)) - 1.133D(RPUAB(-1)) + 0.212D(RPUAB(-2)) - 0.689D(RPUAB(-3)) + 1.893D(RKREDIT(-1)) + 0.016D(RKREDIT(-2)) + 0.093D(RKREDIT(-3)) + 0.0001D(IHPR(-1)) + 0.000D(IHPR(-2)) + 0.000D(IHPR(-3)) + 0.019D(INV(-1)) + 0.311D(INV(-2)) + 0.016D(INV(-3)) - 0.003D(OG(-1)) - 0.0005D(OG(-2)) - 0.004D(OG(-3))$$

Berdasarkan hasil estimasi VECM untuk Model 2 pada tabel 14 menyatakan bahwa semua variabel berpengaruh signifikan terhadap variabel inflasi dalam jangka panjang pada Model 2. Pada jangka panjang variabel SBK, rPUAB, dan OG berpengaruh negatif dan signifikan terhadap inflasi. Sedangkan untuk variabel rKREDIT, IHPR, dan INV berpengaruh positif signifikan terhadap inflasi. Pada jangka pendek tidak ada variabel signifikan terhadap inflasi.

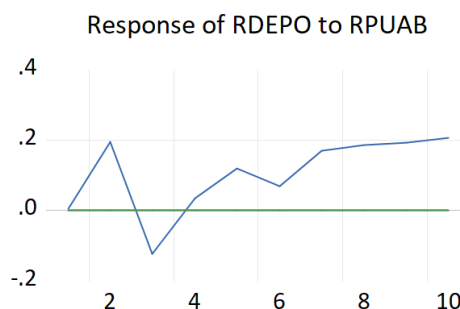
6. Impulse Responses dan Variance Decomposition

Untuk mendapatkan hasil analisis yang baik dalam menganalisis transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset pada sektor keuangan dan sektor riil dengan meninjau penelitian terdahulu, maka dalam penelitian ini digunakan analisis *impulse response* dan *variance decomposition*. Analisis *impulse response* digunakan untuk menganalisis respons dari guncangan yang terjadi pada variabel-variabel dalam penelitian yang di mana dalam hal ini sekaligus menjawab rumusan masalah pertama. Kemudian, analisis *variance decomposition* digunakan untuk melihat besaran kontribusi dari masing-masing variabel terhadap sasaran akhir kebijakan moneter yang tercermin dari inflasi yang sekaligus untuk menjawab rumusan masalah yang kedua.

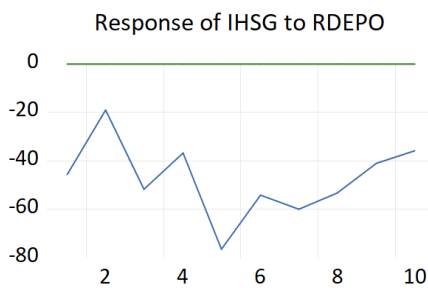
a. Impulse Response



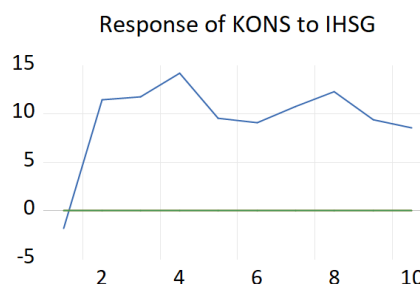
(i)



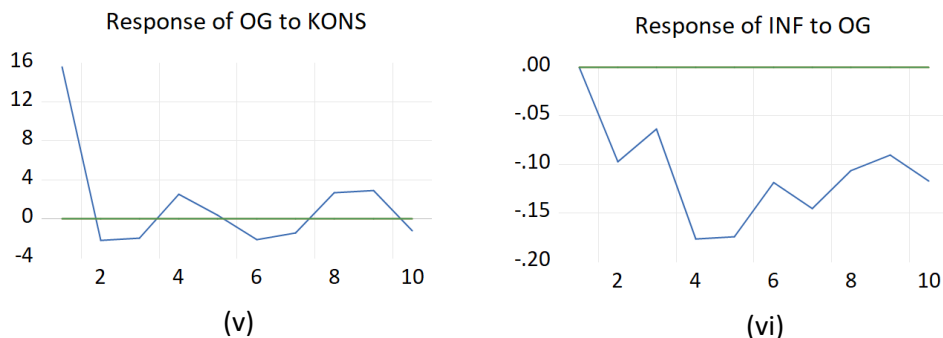
(ii)



(iii)



(iv)



Sumber: Lampiran 9

Gambar 8. Hasil Uji *Impulse Responssse* Model 1

Pada gambar 11 (i) dapat dilihat bahwa variabel RPUAB merespons positif pergerakan *shock* variabel SBK yang terus meningkat dari periode pertama sampai periode ketiga sebesar 0.593650 pada periode ke-3 hingga kemudian turun 0.491624 pada periode ke-4 dan setelahnya menunjukkan respons yang cenderung stabil hingga periode ke-10. Perubahan yang terjadi pada suku bunga kebijakan langsung direspons oleh suku bunga PUAB pada periode pertama. Respons positif dapat diartikan bahwa jika terjadi peningkatan suku bunga kebijakan SBK maka akan meningkatkan suku bunga PUAB.

Respons variabel rDEPO terhadap *shock* dari variabel rPUAB ditunjukkan pada gambar 11 (ii). Respons variabel rDEPO terhadap *shock* variabel rPUAB pada periode pertama sebesar 0.004336 dan meningkat pada periode ke-2 sebesar 0.194589. Respons positif tersebut berarti perubahan suku bunga PUAB dapat ditransmisikan dengan baik ke sektor perbankan. Kenaikan atau penurunan yang terjadi pada suku bunga PUAB akan diikuti pula oleh kenaikan atau penurunan suku bunga deposito.

Pada gambar 11 (iii) menunjukkan respons variabel IHSG terhadap *shock* variabel rDEPO. Pada gambar (iii) dapat dilihat bahwa variabel IHSG merespons secara negatif perubahan yang terjadi pada variabel rDEPO pada periode ke-1 sebesar -46.10789 hingga periode ke-10 sebesar -38.35152. Respons negatif tersebut dapat diartikan bahwa penurunan suku bunga deposito akan mendorong harga saham naik karena imbal hasil saham memberikan keuntungan yang lebih tinggi daripada imbal hasil suku bunga deposito. Oleh sebab itu, permintaan terhadap saham meningkat yang kemudian mendorong kenaikan harga saham.

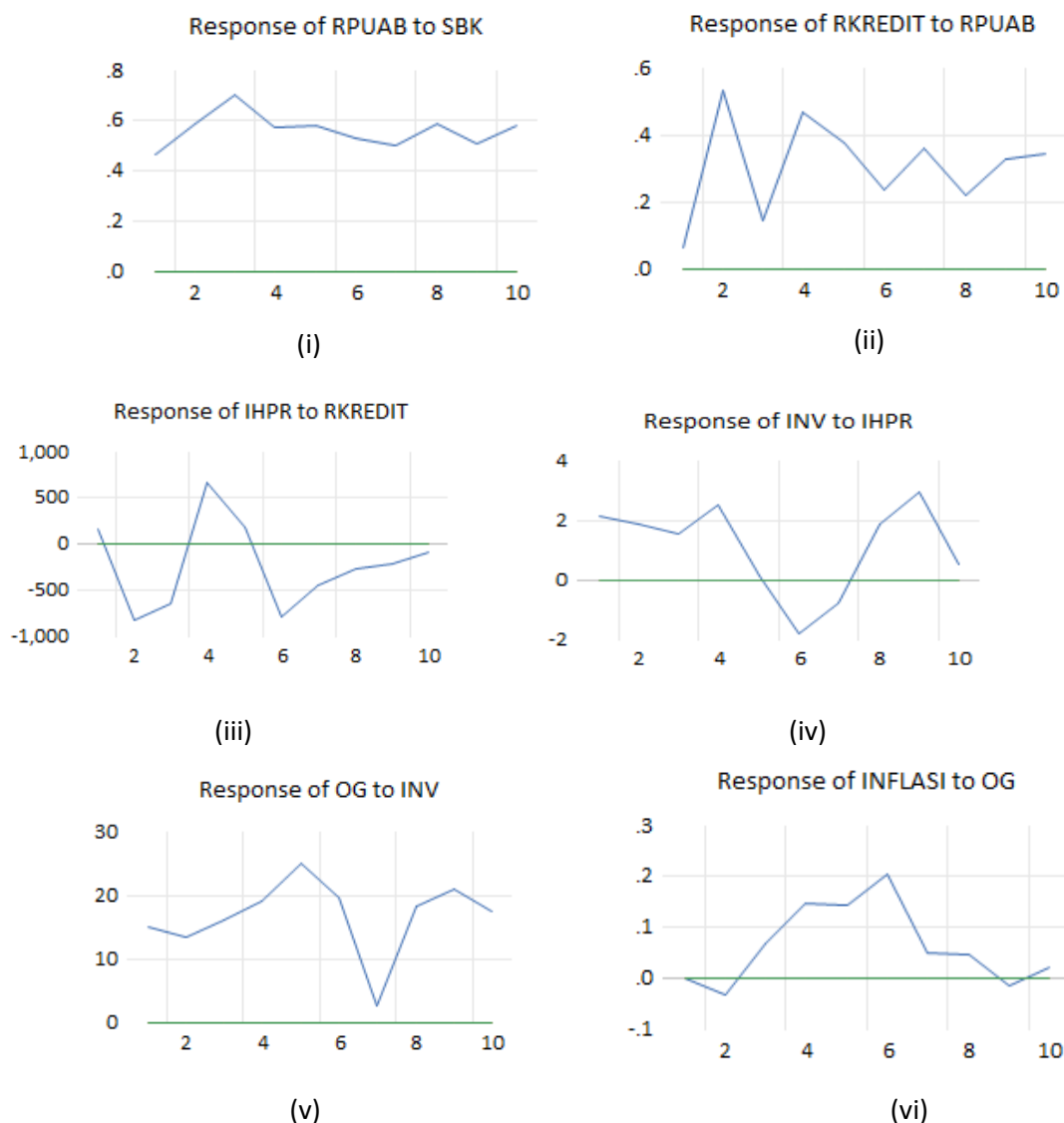
Respons variabel KONS terhadap *shock* variabel IHSG dapat dilihat pada gambar 11 (iv). Respons variabel konsumsi terhadap *shock* variabel IHSG pada periode pertama menunjukkan respons negatif yaitu sebesar -1.919545. Namun, pada periode ke-2 menunjukkan respons positif sebesar 11.32324 hingga periode ke-10 sebesar 8.382591. Respons positif dapat diartikan bahwa ketika harga saham meningkat akan meningkatkan aliran pendapatan dan hasil penanaman pada saham yang akan diterima ke depan yang artinya terjadi peningkatan kekayaan yang kemudian akan meningkatkan konsumsi.

Respons variabel OG terhadap *shock* variabel konsumsi ditunjukkan pada gambar 11 (v). Respons variabel *output gap* terhadap perubahan yang terjadi pada konsumsi menunjukkan respons yang berfluktuatif. Pada periode ke-1 adanya *shock* konsumsi direspons positif oleh *output gap* sebesar 15.59148. Setelah itu, perubahan konsumsi pada periode ke-2 dan periode ke-3 mengalami penurunan hingga bernilai negatif sebesar -2.198632 dan -2.040953. Selanjutnya, respons *output gap* mengalami peningkatan pada periode ke-4 dan ke-5. Setelah itu pada periode ke-6 dan ke-7 kembali menunjukkan respons negatif kemudian periode ke-8 dan ke-9 kembali bernilai positif dan pada periode ke-10 kembali merespons negatif yaitu sebesar -1.242107. Kondisi ini menandakan bahwa *shock* konsumsi tidak memiliki dampak yang tetap terhadap perubahan *output gap*.

Pada gambar 11 (vi) menampilkan respons variabel inflasi terhadap *shock* variabel OG. Inflasi belum merespons *shock* dari *output gap* pada periode pertama namun merespons positif pada area negatif dari periode ke-3 sebesar -0.065825. Respons positif menunjukkan bahwa jika terjadi peningkatan pada output maka hal tersebut akan menyebabkan

peningkatan pada inflasi. Respons positif *output gap* terhadap inflasi mengindikasikan bahwa nilai *output* aktual lebih tinggi dari *output* potensialnya. Dalam kondisi tersebut permintaan cenderung berlebih sehingga tingkat harga-harga juga cenderung meningkat.

Gambar 12 menunjukkan bagaimana respons variabel rKREDIT terhadap *shock* variabel rPUAB, respons variabel IHPR terhadap *shock* variabel rKREDIT, respons variabel INV terhadap *shock* variabel IHPR, respons variabel OG terhadap *shock* variabel INV, dan respons variabel INF terhadap *shock* variabel OG.



Sumber: Lampiran 9

Gambar 9. Hasil Uji *Impulse Responce Model 2*

Pada gambar 12 (i) dapat dilihat bahwa variabel RPUAB merespons positif pergerakan *shock* variabel SBK yang terus meningkat dari periode pertama sampai periode ketiga sebesar 0.701850 pada periode ke-3 hingga kemudian turun 0.570543 pada periode ke-4 dan setelahnya menunjukkan respons yang cenderung menurun hingga periode ke-10. Perubahan yang terjadi pada suku bunga kebijakan langsung direspons oleh suku bunga PUAB pada periode pertama. Respons positif dapat diartikan bahwa jika terjadi peningkatan suku bunga kebijakan SBK maka akan meningkatkan suku bunga PUAB sesuai dengan kerangka pemikiran.

Respons variabel rKREDIT terhadap *shock* dari variabel rPUAB ditunjukkan pada gambar 12 (ii). Variabel rKREDIT merespons positif terhadap *shock* variabel rPUAB pada periode pertama dan periode ke-2 sebesar 0.061896 dan 0.531232. Respons positif tersebut

berarti perubahan suku bunga PUAB dapat ditransmisikan dengan baik ke sektor perbankan. Kenaikan atau penurunan yang terjadi pada suku bunga PUAB akan diikuti pula oleh kenaikan atau penurunan suku bunga kredit

Pada gambar 12 (iii) menunjukkan respons variabel IHPR terhadap *shock* variabel rKREDIT. Pada gambar (iii) dapat dilihat bahwa variabel IHPR merespons secara positif perubahan yang terjadi pada variabel rKREDIT pada periode ke-1 sebesar 153.1924. Namun, pada periode ke-2 merespons negatif sebesar -822.3281 persen.

Respons variabel INV terhadap *shock* variabel IHPR dapat dilihat pada gambar 12 (iv). Respons variabel INV terhadap *shock* variabel IHPR menunjukkan respons positif yaitu sebesar 2.128219 pada periode ke-1. Respons positif menunjukkan bahwa ketika terjadi peningkatan pada harga aset maka investasi juga akan meningkat.

Respons variabel OG terhadap *shock* variabel INV ditunjukkan pada gambar 12 (v). Respons variabel *output gap* terhadap perubahan yang terjadi pada INV menunjukkan respons yang berfluktuatif. Pada periode ke-1 adanya *shock* INV direspons positif oleh *output gap* sebesar 14.97654. Setelah itu, perubahan INV pada periode ke-2 dan periode ke-3 mengalami penurunan sebesar 13.31972 dan 16.21552. Respons positif dapat memiliki arti bahwa peningkatan investasi perusahaan akan meningkatkan permintaan agregat yang mengakibatkan peningkatan *output*.

Pada gambar 12 (vi) menampilkan respons variabel inflasi terhadap *shock* variabel OG. Inflasi belum merespons *shock* dari *output gap* pada periode pertama namun merespons secara negatif dari periode ke-2 sebesar -0.032221. Setelah itu pada periode ke-3 dan ke-4 merespons positif. Respons positif menunjukkan bahwa jika terjadi peningkatan pada permintaan maka tingkat harga akan cenderung mengalami peningkatan. Respons positif *output gap* terhadap inflasi berarti nilai *output* aktualnya lebih tinggi dibandingkan dari *output* potensialnya atau optimumnya. Dalam kondisi tersebut permintaan cenderung berlebih sehingga tingkat harga-harga juga cenderung meningkat.

b. Variance Decomposition

Selain *impulse response*, model VAR juga menyediakan analisis *variance decomposition*. Analisis *variance decomposition* menggambarkan relatif pentingnya setiap variabel pada sistem VAR karena adanya *shock*. *Variance decomposition* berguna untuk memprediksi kontribusi persentase varian setiap variabel karena adanya perubahan suatu variabel tertentu di dalam sistem VAR (Widarjono, 2018). Berikut adalah kontribusi setiap variabel saat terjadi *shock* pada model 1. Terdapat tujuh variabel yang ditinjau, namun pada penelitian ini dititik beratkan pada variabel – variabel mana saja yang paling besar perannya terhadap inflasi dimasa mendatang.

Tabel 13. Hasil uji *variance decomposition* Model 1

Variance Decomposition of INF:								
Period	S.E.	INF	SBK	RPUAB	RDEPO	IHSG	KONS	OG
1	1.104	100.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2	1.445	87.926	1.830	1.563	1.360	6.006	0.844	0.471
3	1.888	82.040	1.230	1.886	1.115	12.261	1.071	0.398
4	2.217	80.230	0.971	1.476	0.833	14.366	1.171	0.953
5	2.506	76.970	0.760	1.172	0.752	16.963	2.130	1.252
6	2.709	76.237	0.657	1.182	0.660	17.896	2.090	1.278
7	2.905	76.040	0.572	1.043	0.592	18.260	2.119	1.374
8	3.081	75.784	0.530	0.937	0.531	18.590	2.278	1.349
9	3.237	75.734	0.521	0.859	0.483	18.871	2.226	1.305
10	3.395	75.729	0.520	0.784	0.440	18.992	2.223	1.312
Rata-rata		80.669	0.759	1.090	0.677	14.220	1.615	0.969

Sumber: Lampiran 10

Tabel 15 menampilkan hasil uji dari *variance decomposition* untuk model 1 yang memberikan informasi mengenai seberapa besar kontribusi dari masing-masing variabel terhadap inflasi. Pada periode pertama dapat dilihat bahwa perubahan variabel INF dipengaruhi oleh variabel INF itu sendiri sebesar 100 persen, sedangkan variabel lainnya tidak dapat memengaruhi perubahan inflasi. Pada periode ke-2 baru dapat dilihat pengaruh dari

setiap variabel terhadap perubahan variabel INF yaitu kontribusi terbesar oleh variabel IHSG senilai 6.006 persen setelah variabel INF sebesar 87.986 persen, sedangkan variabel OG memiliki kontribusi terkecil senilai 0.450 persen. Pada periode ke-3 variabel INF tetap memiliki kontribusi terbesar terhadap perubahan variabel itu sendiri, sedangkan untuk variabel RPUAB, IHSG, dan KONS kontribusinya meningkat dari periode sebelumnya dan variabel OG tetap memiliki kontribusi paling kecil pada periode ini.

Kontribusi yang cenderung mengalami peningkatan setiap periode adalah variabel IHSG dan KONS. Kontribusi dari variabel IHSG terus mengalami peningkatan setiap periode hingga pada akhir periode ke-10 dengan kontribusi mencapai 18.992 persen. Kontribusi variabel KONS cenderung mengalami peningkatan walaupun tidak besar hingga akhir periode ke-10 sebesar 2.223 persen. Sedangkan untuk variabel INF terjadi penurunan setiap periodenya.

Berdasarkan hasil analisis *variance decomposition* dapat disimpulkan bahwa kontribusi variabel terhadap perubahan inflasi masih dominan terhadap variabel inflasi itu sendiri yakni berada di atas 50 persen, sedangkan variabel SBK, rPUAB, rDEPO, IHSG, KONS, dan OG memberikan kontribusi yang tidak terlalu besar.

Tabel 14. Hasil uji *variance decomposition* Model 2

Variance Decomposition of INF:								
Period	S.E.	INF	SBK	RPUAB	RKRDT	IHPR	INV	OG
1	1.261	100.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2	1.729	87.075	4.130	6.734	0.881	0.785	0.360	0.035
3	2.120	89.052	2.923	4.524	1.408	0.714	1.259	0.122
4	2.467	86.896	2.336	5.553	1.695	0.665	2.409	0.446
5	2.662	85.850	2.094	5.772	2.375	0.612	2.627	0.670
6	2.860	85.374	1.825	5.205	3.030	0.558	2.920	1.089
7	2.994	85.053	1.905	5.446	3.199	0.523	2.852	1.022
8	3.120	85.583	1.756	5.107	3.369	0.482	2.740	0.964
9	3.260	85.877	1.623	5.074	3.388	0.516	2.637	0.886
10	3.401	86.108	1.491	5.098	3.358	0.563	2.565	0.817
Rata-rata		87.687	2.008	4.851	2.270	0.542	2.037	0.605

Sumber: Lampiran 10

Berdasarkan hasil uji *variance decomposition* pada tabel 16 untuk model 2 menunjukkan bahwa kontribusi yang terjadi pada sasaran akhir kebijakan moneter yang tercermin dari inflasi pada periode pertama paling besar dijelaskan oleh variabel inflasi itu sendiri (INF) yaitu sebesar 100 persen. Pada periode ke-2 sampai dengan periode ke-10 kontribusi paling besar terhadap inflasi masih dijelaskan oleh variabel inflasi itu sendiri meskipun mengalami penurunan setiap periodenya.

Variabel lainnya yang cukup besar dalam kontribusi pada sasaran akhir kebijakan moneter yang tercermin melalui inflasi yaitu suku bunga pasar uang antar bank senilai 6.734 persen pada periode ke-2. Walaupun cenderung menurun hingga periode ke-10, namun variabel suku bunga PUAB tetap memiliki kontribusi terbesar kedua setelah variabel inflasi itu sendiri.

Variabel suku bunga kredit memberikan kontribusi pada sasaran akhir kebijakan moneter yang tercermin melalui inflasi sebesar 0.881 persen pada periode ke-2 dan terus mengalami peningkatan hingga periode ke-10 sebesar 3.358 persen. Suku bunga kredit merupakan salah satu variabel yang digunakan dalam transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset untuk mencapai tujuannya yaitu stabilitas harga yang dicerminkan oleh inflasi. Ketika terjadi peningkatan pada inflasi maka Bank Indonesia akan meningkatkan suku bunga kebijakan yang kemudian meningkatkan suku bunga kredit untuk mengurangi kegiatan ekonomi yang terjadi untuk meredam aktivitas perekonomian.

Variabel investasi (INV) memiliki variasi kontribusi terhadap inflasi sebesar 0.360 persen pada periode ke-2 dan terus meningkat sampai periode ke-6 sebesar 2.920 persen. Pada periode ke-7 sampai periode ke-10 kontribusi variabel investasi dalam menjelaskan variasi terhadap inflasi mengalami penurunan. Investasi merupakan salah satu variabel yang

dapat memengaruhi inflasi, yaitu di mana ketika investasi mengalami peningkatan maka akan meningkatkan inflasi.

Variabel suku bunga kebijakan memiliki kontribusi yang terbesar setelah inflasi dan suku bunga PUAB pada periode ke-2 sebesar 4.130 persen. Namun, terus mengalami penurunan hingga periode ke-10 sebesar 1.491 persen. Suku bunga kebijakan merupakan instrumen yang digunakan Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas ekonomi. Ketika inflasi melebihi dari target maka Bank Indonesia akan meningkatkan suku bunga acuannya guna meredam aktivitas perekonomian.

Variabel *output gap* (OG) dan IHPR merupakan indikator yang memberikan kontribusi paling kecil dalam menjelaskan perubahan yang terjadi pada sasaran akhir kebijakan moneter yang tercermin melalui inflasi. Variabel OG memberikan kontribusi terhadap pada inflasi yaitu sebesar 0.035 persen pada periode ke-2 dan terus mengalami peningkatan hingga periode ke-6 sebesar 1.089 persen. Kemudian dari periode ke-7 hingga periode ke-10 mengalami penurunan. Untuk variabel IHPR kontribusi pada periode ke-2 sebesar 0,785 persen namun cenderung mengalami penurunan setiap periodenya hingga periode ke-10.

Berdasarkan hasil analisis *variance decomposition* pada model 2 dapat disimpulkan bahwa kontribusi variabel terhadap perubahan inflasi masih dominan terhadap variabel inflasi itu sendiri yakni berada di atas 50 persen diikuti dengan variabel rPUAB, rKREDIT, INV, SBK, OG dan IHPR.

Pembahasan

Hasil Analisis *Impulse Response* Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Saluran Harga Aset pada Sektor Keuangan (Model 1)

Respons Suku Bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB) Terhadap *Shock* Suku Bunga Kebijakan (SBK)

Guncangan suku bunga kebijakan sebesar satu standar deviasi pada periode pertama direspons positif oleh suku bunga pasar uang antar bank sebesar 0.441871 persen sebelum *lag* optimal. Respons suku bunga PUAB terhadap suku bunga kebijakan SBK terus meningkat sampai periode ke-3. Setelah itu, respons suku bunga PUAB mengalami penurunan pada periode ke-4 hingga periode ke-7 tetapi dalam pergerakannya tidak mendekati atau kembali pada titik keseimbangan dan nilainya tetap positif. Hal ini menunjukkan bahwa suku bunga PUAB sangat responsif terhadap *shock* suku bunga kebijakan SBK dan sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa ketika Bank Indonesia meningkatkan suku bunga kebijakan maka suku bunga pasar uang antar bank juga akan meningkat. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan pada buku (Simorangkir, 2014) yaitu apabila bank sentral melakukan kebijakan moneter kontraktif maka akan mendorong peningkatan suku bunga di pasar uang. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Astuti & Hastuti, 2020) dan penelitian yang dilakukan oleh (Husnansyah, 2016) bahwa suku bunga pasar uang antar bank merespons positif terhadap perubahan suku bunga BI7DRR, yang artinya apabila suku bunga BI7DRR mengalami guncangan kenaikan maupun penurunan akan diikuti oleh suku bunga pasar uang antar bank dengan arah perubahan yang sama baik dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang. Apabila suku bunga BI7DRR mengalami kenaikan terus menerus, maka suku bunga PUAB akan mengikutinya dikarenakan suku bunga BI7DRR merupakan acuan bagi transaksi likuiditas antar bank.

Berdasarkan (Laporan Perekonomian Indonesia, 2013) perkembangan suku bunga PUAB secara umum mengikuti kenaikan suku bunga acuan. Dalam menjaga suku bunga PUAB tetap berada di sekitar suku bunga acuan, Bank Indonesia melakukan upaya melalui ketersediaan likuiditas perbankan baik dalam bentuk rupiah maupun valas. *Stance* kebijakan Bank Indonesia direspons positif. Suku bunga kebijakan tetap pada 5 bulan pertama tahun 2013 direspons sama oleh suku bunga PUAB, yang tidak banyak berubah pada paruh pertama. Selanjutnya, pada triwulan II 2013 seiring dengan meningkatnya suku bunga acuan sebesar 175 bps, rata-rata harian suku bunga PUAB *overnight* (O/N) tercatat ikut meningkat sebesar 174 bps atau dari 4,41 persen pada awal tahun 2013 menjadi 6,15 persen pada akhir tahun 2013.

Berdasarkan (Laporan Perekonomian Indonesia, 2021) Bank Indonesia telah menurunkan suku bunga kebijakan sebanyak enam kali sehingga suku bunga kebijakan menjadi 3,50 persen sejak tahun 2020. Penurunan suku bunga kebijakan dan pelonggaran kebijakan likuiditas yang ditempuh oleh Bank Indonesia diikuti oleh penurunan tingkat suku bunga PUAB. Terjadi penurunan suku bunga acuan (BI7DRR) pada triwulan I tahun 2021 sebesar 3,50 persen dibandingkan dengan kuartal 4 tahun 2020 sebesar 3,75 persen. Hal ini dilakukan saat Rapat Dewan Gubernur (RDG) Bank Indonesia pada 17-18 Maret 2021 untuk menetapkan BI7DRR sebesar 3,50 persen. Hal ini juga mendorong terjadinya penurunan suku bunga PUAB dari 3,45 persen pada kuartal 4 tahun 2020 menjadi 2,95 persen pada triwulan I tahun 2021. Kebijakan penurunan suku bunga yang dilakukan Bank Indonesia ini dilakukan untuk menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah dan mendukung pemulihan ekonomi nasional di tengah prakiraan inflasi yang tetap rendah. Selain itu, Bank Indonesia juga melakukan injeksi likuiditas untuk memperkuat kemampuan perbankan dalam meningkatkan kredit kepada dunia usaha. Injeksi likuiditas ini dilakukan untuk mengendalikan suku bunga PUAB agar tetap berada di sekitar target yang ditetapkan oleh Bank Indonesia.

Respons Suku Bunga Deposito (rDEPO) Terhadap *Shock* Suku Bunga Pasar Uang Antar Bank (rPUAB)

Guncangan suku bunga pasar uang antar bank sebesar satu standar deviasi pada periode pertama direspons positif oleh suku bunga deposito sebesar 0.004336 persen sebelum *lag* optimum. Respons suku bunga deposito rDEPO terhadap suku bunga pasar uang antar bank rPUAB masih merespons positif sampai periode ke-2 sebesar 0.194589 persen. Hal ini menunjukkan bahwa suku bunga deposito rDEPO sangat responsif terhadap *shock* suku bunga pasar uang antar bank rPUAB dan sesuai dengan teori bahwa ketika terjadi peningkatan suku bunga pasar uang antar bank akan diikuti pula oleh kenaikan atau penurunan suku bunga deposito dan suku bunga kredit. Hal ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Astuti & Hastuti, 2020) dan penelitian yang dilakukan oleh (Husnansyah, 2016) yaitu respons suku bunga deposito dan suku bunga kredit terhadap adanya perubahan yang terjadi pada suku bunga PUAB adalah positif dan permanen. Artinya, perubahan suku bunga PUAB dapat ditransmisikan dengan baik ke sektor perbankan yaitu suku bunga deposito. Kenaikan atau penurunan suku bunga puab akan diikuti juga oleh kenaikan suku perbankan.

Berdasarkan Laporan Perekonomian Indonesia (LPI) tahun 2013 sebagai langkah dalam merespons naiknya tekanan inflasi, Bank Indonesia meningkatkan suku bunga kebijakan menjadi 7,50 persen pada akhir tahun. Kenaikan suku bunga acuan dan suku bunga PUAB ditransmisikan kepada suku bunga perbankan, khususnya suku bunga deposito. Suku bunga deposito pada akhir tahun 2013 tercatat sebesar 6,89 persen, mengalami peningkatan jika dibandingkan dengan suku bunga deposito pada akhir tahun 2012 sebesar 6,09 persen.

Berdasarkan Laporan Perekonomian Indonesia (LPI) tahun 2021 Penurunan suku bunga kebijakan yang dilakukan oleh Bank Indonesia diikuti oleh penurunan tingkat suku bunga di berbagai pasar. Di pasar uang dan pasar dana, suku bunga PUAB dan suku bunga deposito ikut menurun. Bank Indonesia menurunkan suku bunga sejalan dengan diperlukannya menjaga stabilitas nilai rupiah dan sistem keuangan, di tengah prakiraan inflasi yang rendah dan upaya mendukung pertumbuhan ekonomi.

Respons Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Terhadap *Shock* Suku Bunga Deposito (rDEPO)

Guncangan suku bunga deposito sebesar satu standar deviasi pada periode pertama direspons negatif oleh IHSG sebesar -46.10789 persen sebelum *lag* optimum. Respons IHSG terhadap *shock* suku bunga deposito rDEPO mulai merespons meningkat pada periode ke-2 sebesar -19.18586 persen dan menurun pada periode ke-3 sebesar -52.32019 persen dengan nilai yang tetap negatif. Selanjutnya, respons IHSG terus bergerak secara fluktuatif hingga titik tertinggi pada periode ke-10 sebesar -38.35152 persen. Artinya, respons IHSG terhadap *shock* suku bunga deposito rDEPO dapat terjadi karena faktor lainnya, seperti nilai tukar rupiah, kondisi perekonomian global, tingkat inflasi, dan jumlah uang beredar. Berdasarkan

hal tersebut dapat disimpulkan bahwa ketika suku bunga deposito sedang menurun maka akan direspons oleh peningkatan IHSG. Hal ini sesuai dengan teori bahwa apabila suku bunga deposito menurun maka harga saham akan meningkat, karena investor akan lebih memilih mengalihkan dananya dalam bentuk saham dibandingkan ke dalam bentuk deposito untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi dan juga penurunan suku bunga akan membuat beban perusahaan akan berkurang dan akan meningkatkan tingkat keuntungan perusahaan yang pada akhirnya harga saham ikut meningkat. Hal ini sesuai dengan model pertumbuhan Gordon dalam (Mishkin, 2017) yaitu kebijakan moneter dapat memengaruhi harga saham dengan cara bank sentral menurunkan suku bunga. Suku bunga yang lebih rendah kemungkinan akan mendorong perekonomian, sehingga tingkat pertumbuhan dividen kemungkinan akan lebih besar sehingga harga saham akan meningkat. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Astuti & Hastuti, 2020) yaitu bahwa IHSG mampu merespons negatif perubahan suku bunga dengan cepat pada bulan pertama yang mengindikasikan kenaikan suku bunga akan mendorong investor atau pemilik dana mengurangi permintaan terhadap aset saham dan mendorong penurunan harga saham secara keseluruhan.

Berdasarkan Laporan Perekonomian Indonesia tahun 2013, permasalahan struktural salah satunya terjadi pada pasar keuangan Indonesia yang masih tipis dengan para pemain asing yang sangat dominan. Secara siklikal, kerentanan di sektor keuangan muncul ketika terjadi aliran masuk likuiditas global dengan deras ke dalam perekonomian domestik. Likuiditas yang melimpah ini mendorong terjadinya penurunan suku bunga yang pada gilirannya mendorong peningkatan harga aset. Kondisi ini menimbulkan kerentanan di sektor keuangan. Oleh karena itu, Bank Indonesia melakukan respons kebijakan dengan meningkatkan suku bunga yang kemudian menyebabkan terjadi penyesuaian portofolio oleh investor di *emerging market* yang pada akhirnya berkontribusi dalam koreksi berupa penurunan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Meskipun demikian, proyeksi optimis atas kinerja keuangan emiten cukup memiliki peran dalam menahan tekanan terhadap IHSG. Dengan kondisi tersebut, IHSG masih menunjukkan sedikit peningkatan meskipun cenderung fluktuatif. Pada akhir tahun 2013, IHSG ditutup di level 4.274 lebih rendah dibandingkan pada akhir tahun 2012 yaitu di level 4.316. Adanya perlambatan ekonomi domestik telah mendorong investor non residen mengurangi kepemilikannya di pasar saham.

Pada tahun 2021 IHSG ditutup di level 6.581 meningkat dibandingkan pada tahun 2020 sebesar 5.979. IHSG mengalami penguatan setelah Bank Indonesia memutuskan untuk menurunkan suku bunga kebijakan yang di mana hal ini juga mendorong penurunan suku bunga deposito sehingga IHSG mengalami peningkatan. Keputusan Bank Indonesia menurunkan suku bunga mempertimbangkan inflasi yang lemah serta sebagai langkah lanjutan dalam mendukung pemulihan ekonomi.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis yang telah dilakukan pada bab IV, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut.

1. Hasil analisis *impulse response* menunjukkan variabel pada sektor finansial yaitu suku bunga kebijakan, suku bunga PUAB, suku bunga deposito, IHSG, konsumsi, dan *output gap* sangat responsif terhadap *shock* yang terjadi pada masing-masing variabel pada awal periode yang terjadi sebelum atau tepat pada *lag* optimum dan menunjukkan respon sesuai dengan teori.
2. Hasil analisis *impulse response* pada sektor riil menunjukkan variabel suku bunga kebijakan, bunga puab, suku bunga kredit, IHPR, investasi dan *output gap* dengan cepat merespons *shock* yang terjadi pada masing-masing variabel pada awal periode dan menunjukkan respons sesuai dengan yang diharapkan.
3. Hasil analisis *variance decomposition* pada model 1 menunjukkan bahwa selain dari variabel INF itu sendiri, masing-masing variabel memiliki kontribusi yang berbeda terhadap tingkat INF dengan urutan yang paling besar pengaruhnya adalah IHSG, KONS, rPUAB, OG, SBK, dan rDEPO untuk sektor finansial.

4. Kontribusi yang terjadi pada sasaran akhir kebijakan moneter yang tercermin dari inflasi dalam model 2 pada periode pertama paling besar dijelaskan oleh variabel inflasi itu sendiri. Kemudian, variabel lainnya yang cukup besar dalam kontribusi pada sasaran akhir kebijakan moneter yang tercermin melalui inflasi yaitu suku bunga kredit, suku bunga puab, suku bunga kebijakan. Variabel *output gap* (OG), IHPR, dan INV merupakan indikator yang memberikan kontribusi paling kecil dalam menjelaskan perubahan yang terjadi pada sasaran akhir kebijakan moneter

BIBLIOGRAFI

- Astuti, Rini Dwi, & Hastuti, Rahayu Budi. (2020). *Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia*. 10(1).
- Bank Indonesia. (2020). Fungsi Utama.
- Basuki, Agus T. R. I., & Yusuf, A. Indriyani. (2018). *Aplikasi Model Vecm Dalam Riset Ekonomi*. Yogyakarta.
- Husnansyah, Fadil. (2016). Analisis Efektivitas Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Interest Rate Channel dan Asset Price Channel di Indonesia pada Masa Inflation Targeting Framework (ITF). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Fakultas Ekonomi Dan Bisnis*.
- Juhro, Solikin M. (2020). *Pengantar Kebanksentralan Teori dan Kebijakan* (1st ed.). Depok: Rajawali Pers.
- Laporan Perekonomian Indonesia*. (2013).
- Laporan Perekonomian Indonesia*. (2021). Jakarta.
- Magdalena, Magdalena. (2015). Pengaruh Tingkat Suku Bunga Dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) di Indonesia Tahun 2002-2013. *ULTIMA Management*, 7(1). <https://doi.org/10.31937/manajemen.v7i1.919>
- Mishkin, Frederic S. (2017). *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan* (11th ed.). Jakarta Selatan: Salemba Empat.
- Simorangkir, Iskandar. (2014). *Pengantar Kebanksentralan Teori dan Praktik di Indonesia*. Depok: PT RajaGrafindo Persada.
- Susilowati, MG Westri Kekalih, & Wahyuningdyah, Retno Yustini. (2018). Efektivitas BI7DRR dalam Kerangka Mekanisme Transmisi. *Jurnal PRAXIS*, 1.
- Utama, Chandra. (2012). Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Jalur Perumahan. *Ekonomika Bisnis*, 03.
- Warjiyo, Perry. (2004). Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia. In *Seri Kebanksentralan*. Jakarta.
- Warjiyo, Perry, & Juhro, Solikin M. (2020). *Kebijakan Bank Sentral Teori dan Praktik*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- Warjiyo, Perry, & Solikin. (2003). Kebijakan Moneter di Indonesia. In *Seri Kebanksentralan Bank Indonesia*. Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan.
- Widarjono, Agus. (2018). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya* (5th ed.). Yogyakarta:

UPP STIM YKPN.

Wuryandani, Gantiah, Jony, Martinus, & Prasetya, Hermanto Reska. (2005). Perilaku Pembiayaan Dalam Industri Properti. *Jurnal Properti*, XI(Januari), 1–77.

Yuliah, Triana, Leni, & Suhandi. (2020). Pengaruh Variabel Fundamental Makroekonomi Terhadap Yield Obligasi. *Jurnal Ilmu Keuangan Dan Perbankan*, 10.