

TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA

Rini Dwi Astuti, email: rinidwiastuti@upnyk.ac.id
Jurusan Ilmu Ekonomi FEB UPN “Veteran” Yogyakarta

Sri Rahayu Budi Hastuti, email: rahayubudih@yahoo.com
Jurusan Ilmu Ekonomi FEB UPN “Veteran” Yogyakarta

ABSTRACT

The use of the BI 7 days repo rate as a new benchmark rate replacing the BI rate, raises hopes that the transmission of monetary policy in Indonesia can run faster and more effectively. This study uses monthly time series data for the period August 2016-December 2018, using the Vector Autoregression (VAR) analysis. The results show that the transmission of monetary policy through the interest rate and asset price channels has been effective, while the transmission of monetary policy through the exchange rate channel has not been effective in driving economic growth in Indonesia. The decline in the benchmark interest rate can be responded quickly by interbank money market interest rates, banking interest rates, stock prices, and output. The exchange rate can also respond quickly to changes in interest rates, but changes in the exchange rate have not been able to influence net exports and increase output.

Keywords: *monetary policy, transmission mechanism, interest rate channel, asset price channel, exchange rate channel*

PENDAHULUAN

Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan topik yang selalu dibahas dalam ekonomi moneter baik secara teori maupun praktiknya di bank sentral. Seperti halnya sebuah peta, transmisi tersebut menunjukkan suatu proses di mana kebijakan moneter oleh bank sentral akan mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi sehingga pada akhirnya akan mencapai sasaran pertumbuhan ekonomi dan stabilitas inflasi (Warjiyo, 2004). Penting bagi bank sentral untuk memahami jalur-jalur transmisi kebijakan moneter sebagai dasar penentuan *stance* kebijakan moneter, pilihan instrumen, maupun waktu dan besaran respon yang dapat diukur secara tepat (Warjiyo dan Juhro, 2016). Dalam upaya peningkatan efektivitas transmisi kebijakan moneter di Indonesia, terhitung pada tanggal 19 Agustus 2016, BI *7-days Repo Rate* (BI 7DRR) digunakan sebagai suku bunga kebijakan menggantikan BI *Rate*. Meskipun demikian, adanya tenggang waktu (*time lag*) dan kompleksnya jalur transmisi kebijakan moneter

masih menjadi tantangan tersendiri bagi bank sentral dalam mencapai sasaran akhir pertumbuhan ekonomi dan stabilitas harga.

Pergerakan suku bunga acuan dalam merespon perkembangan perekonomian dapat dilihat pada Tabel 1. Suku bunga kebijakan pada Triwulan IV Tahun 2016 sebesar 4,75% dan inflasi tetap terjaga di 3,02%, meskipun terjadi sedikit penurunan pertumbuhan ekonomi. Dalam hal ini Bank Indonesia menerapkan prinsip kehati-hatian dalam merespon peningkatan ketidakpastian global pasca pemilihan presiden Amerika Serikat. Pada triwulan pertama tahun 2017, pertumbuhan ekonomi mulai meningkat menjadi 5,01 persen dan sasaran inflasi masih terkendali di kisaran $4\pm 1\%$ dengan suku bunga kebijakan BI 7DRR tetap sebesar 4,75%. Hal tersebut sejalan dengan upaya Bank Indonesia dalam rangka mencapai stabilitas ekonomi dan keuangan domestik. Triwulan ketiga tahun 2018, terjadi peningkatan suku bunga kebijakan BI 7DRR menjadi 5,75%. Hal ini dilakukan oleh Bank Indonesia agar daya tarik pasar keuangan domestik tetap terjaga dan pengendalian terhadap defisit transaksi berjalan dalam batas yang aman. Hal ini sejalan dengan upaya pemerintah untuk menurunkan defisit transaksi berjalan melalui penundaan proyek pemerintah dengan kandungan impor yang cukup tinggi.

Tabel 1. Pertumbuhan Ekonomi, Inflasi, dan Suku Bunga Acuan BI 7 Days Reserve Repo Rate

Tahun	Kuartal	Pertumbuhan Ekonomi (%)	Inflasi (%)	Suku Bunga Acuan (%)
2016	III	5.03	3,07	5.00
	IV	4.94	3,02	4.75
2017	I	5.01	3,61	4.75
	II	5.01	4,37	4.75
	III	5.06	3,72	4.25
	IV	5.19	3,61	4.25
2018	I	5.06	3,40	4.25
	II	5.27	3,12	4.75
	III	5.17	2,88	5.75
	IV	5.18	3,13	6

Sumber: Bank Indonesia

Stance kebijakan moneter secara operasional dicerminkan melalui penetapan suku bunga kebijakan, yang diharapkan dapat mempengaruhi suku bunga pasar uang, selanjutnya ditransmisikan pada suku bunga perbankan, harga aset yang dicerminkan oleh harga saham, dan nilai tukar (Bank Indonesia, 2019). Bagaimana kebijakan moneter mampu mempengaruhi pertumbuhan ekonomi dapat dilihat dari berbagai saluran mekanisme transmisi kebijakan moneter seperti saluran suku bunga, harga aset, nilai tukar, saluran kredit, saluran neraca, dan saluran arus kas (Mishkin, 2010). Penelitian ini hanya berfokus pada tiga

saluran transmisi yaitu saluran suku bunga, harga aset, dan nilai tukar dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Seberapa cepat respon suku bunga pasar uang, suku bunga perbankan, harga aset (saham), maupun nilai tukar terhadap perubahan suku bunga acuan BI 7DRR, yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi.

TINJAUAN LITERATUR

Dalam perekonomian yang tengah mengalami resesi, diperlukan kebijakan moneter yang bersifat ekspansioner sehingga dapat mendorong kenaikan output. Sebaliknya jika perekonomian mengalami inflasi yang cukup tinggi, maka kebijakan yang bersifat kontraktif diimbangi dengan kebijakan stabilisasi nilai tukar dapat meredam laju inflasi (Mankiw, 2010). Bank Indonesia dalam menjalankan kebijakan moneter selalu mengarah pada sasaran inflasi yang diinginkan dengan memperhatikan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang ditempuh merupakan langkah antisipatif sehingga target inflasi di masa yang akan datang dapat tercapai.

Transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga mempengaruhi pertumbuhan ekonomi dapat dilihat melalui perubahan suku bunga jangka pendek yang akan berpengaruh pada suku bunga menengah maupun panjang melalui mekanisme keseimbangan permintaan dan penawaran di pasar keuangan. Perubahan suku bunga dapat berpengaruh pada biaya modal dan menyebabkan perubahan investasi (Mishkin, 2010). Saluran suku bunga pada transmisi kebijakan moneter di Indonesia dapat ditunjukkan oleh pengaruh perubahan BI 7DRR terhadap suku perbankan baik suku bunga deposito maupun kredit. Jika perekonomian dalam kondisi resesi, Bank Indonesia akan menerapkan kebijakan moneter longgar dengan menurunkan suku bunga acuan sehingga kegiatan ekonomi meningkat. Penurunan suku bunga BI 7DRR akan direspon perbankan dengan menurunkan suku bunga kredit. Akibatnya perusahaan menanggung biaya modal yang lebih rendah untuk membiayai investasinya. Pada akhirnya konsumsi dan investasi akan meningkat dan kegiatan ekonomi berjalan lebih cepat (Bank Indonesia, 2019).

Saluran harga aset dapat dijelaskan melalui teori *Tobin's q*. Dalam teori yang dikembangkan oleh Tobin dijelaskan bagaimana peningkatan harga saham dapat mendorong kenaikan output. Menurut Tobin, q merupakan nilai perusahaan yang dihitungkan pada harga pasar dibagi dengan biaya terhadap modal. Nilai q tinggi, berarti bahwa perusahaan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dibandingkan dengan biaya penggantian modal. Bagi perusahaan akan menjadi lebih murah untuk menambah modal dan peralatan baru. Dalam kondisi ini, perusahaan dapat menjual saham dengan harga tinggi dibandingkan dengan biaya dari fasilitas dan peralatan yang dibeli. Dengan demikian perusahaan cukup menjual sedikit saham untuk memperoleh tambahan modal yang lebih banyak. Sehingga investasi akan meningkat, dan perekonomian akan tumbuh lebih tinggi.

Di sisi lain, suku bunga yang meningkat juga dapat menyebabkan harga aset akan turun. Aset dapat berupa saham maupun obligasi. Jika harga aset mengalami penurunan maka kekayaan individu maupun perusahaan juga akan berkurang, sehingga akan mengurangi kemampuan mereka dalam menjalankan kegiatan ekonomi seperti konsumsi dan investasi (Bank Indonesia, 2019).

Transmisi kebijakan moneter saluran nilai tukar menekankan pada pergerakan nilai tukar yang mampu memberikan pengaruh terhadap penawaran dan permintaan agregat melalui pengaruhnya terhadap ekspor bersih. Adanya depresiasi mata uang domestik dapat menyebabkan penurunan harga secara relatif dari barang yang diproduksi di dalam negeri dibandingkan dengan barang impor. Barang ekspor menjadi lebih kompetitif di pasar internasional dan barang impor menjadi lebih mahal di pasar domestik. Akibatnya ekspor bersih meningkat dan mendorong kenaikan permintaan agregat dan pertumbuhan ekonomi (Mishkin, 2010).

Sebaliknya, jika terjadi kenaikan suku bunga acuan, dapat menyebabkan peningkatan selisih antara suku bunga domestik dan suku bunga luar negeri. Semakin besar selisih suku bunga tersebut dapat menyebabkan investor asing tertarik untuk membeli aset keuangan domestik karena adanya peningkatan tingkat pengembalian seiring dengan peningkatan suku bunga. Modal asing akan mengalir ke dalam negeri dan mendorong mata uang domestik terapresiasi. Perubahan dalam pasar valuta asing dapat menyebabkan perubahan pada neraca perdagangan. Apresiasi mata uang domestik mengakibatkan harga barang impor menjadi relatif murah dan barang ekspor menjadi relatif lebih mahal sehingga impor akan meningkat dan ekspor berkurang. Penurunan ekspor bersih ini akan menyebabkan penurunan pertumbuhan ekonomi dan aktivitas ekonomi (Bank Indonesia, 2019).

Penelitian berkaitan dengan transmisi kebijakan moneter sudah banyak dilakukan hanya saja hasil penelitian tidak menunjukkan konsistensi hasil sepanjang waktu. Penelitian Herlina (2013), Seprilina (2013), dan Maslan (2017) di Indonesia, Awad (2011) di Mesir, Albu (2006) di Rumania, Obamuyi (2009) dan Adeoye & Shobande (2017) di Nigeria diketahui bahwa suku bunga berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi karena adanya kenaikan investasi.

Idris dkk (2002) dan Herlina (2013) dalam penelitiannya menunjukkan bagaimana saluran harga aset belum cukup mampu mentransmisikan kebijakan moneter dalam mempengaruhi sektor riil di Indonesia. Hasil ini didukung dengan penelitian Modis (2007) di mana tidak terdapat korelasi antara harga saham dan pertumbuhan ekonomi di Amerika Serikat. Hasil penelitian berbeda ditunjukkan oleh Rodrik (2008) di mana nilai tukar yang *undervalued* mampu mendorong pertumbuhan ekonomi di 188 negara. Schnabl (2007) juga menemukan bahwa nilai tukar yang stabil dapat mendorong kenaikan output pada perekonomian terbuka kecil di Eropa. Demikian juga dengan penelitian Akyüz (2009) di Asia serta Adeoye & Shobande (2017) di Nigeria menunjukkan hasil yang sama.

Efektivitas transmisi kebijakan moneter bergantung pada berapa lama waktu (*time lag*) yang dibutuhkan dalam mempengaruhi sektor riil. Masing-masing saluran transmisi dapat memiliki *time lag* yang berbeda satu sama lain. Jalur nilai tukar dapat bekerja lebih cepat jika perubahan suku bunga dapat direspon dengan cepat oleh perubahan nilai tukar. Struktur dan kondisi pasar keuangan dan perbankan juga dapat memiliki pengaruh yang besar terhadap kecepatan transmisi kebijakan moneter. Perbankan akan mengantisipasi munculnya risiko dari aktivitas ekonomi dan keuangan yang tidak pasti dengan memberikan respon yang lambat terhadap penurunan suku bunga acuan. Di sisi lain, saat perbankan sedang menjalani konsolidasi dalam rangka melakukan perbaikan permodalan, maka jika terjadi penurunan suku bunga acuan maupun permintaan kredit yang meningkat, perbankan belum tentu meresponnya dengan menaikkan penyaluran kredit. Sebaliknya dari aspek permintaan, suku bunga kredit perbankan yang lebih rendah tidak selalu menyebabkan peningkatan permintaan kredit jika ekonomi sedang lesu. Dengan demikian bagaimana kondisi sektor keuangan, perbankan, maupun sektor riil secara simultan menjadi faktor penting sebagai penentu efektif tidaknya mekanisme transmisi kebijakan moneter (Bank Indonesia, 2019).

METODE

Data dan sumber data

Penelitian ini menggunakan data sekunder runtut waktu (*times series*) bulanan, periode Agustus 2016 – Desember 2018. Data bersumber dari Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (SEKI) yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia.

Alat analisis

Penelitian ini menggunakan alat analisis *vector autoregression* (VAR), yang merupakan sistem persamaan dinamis di mana hubungan antara variabel-variabel ekonomi diuji dengan menggunakan asumsi minimal atas struktur/teori ekonomi yang mendasari (Gujarati & Porter, 2009). VAR diaplikasikan pada studi ini karena VAR memiliki analisis *impulse response*, di mana variabel endogen akan merespon adanya kejutan (*shock*) dari variabel endogen lainnya. Jika data pada tingkat level tidak menunjukkan stasioneritas data tetapi memiliki hubungan kointegrasi, maka pendekatan yang digunakan adalah model VECM (Gujarati & Porter, 2009; Gujarati, 2012).

Model penelitian

1. Jalur Suku Bunga

$$PE = \sum_{i=1}^n \alpha_i BI7D_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j PE_{t-i} + \sum_{k=1}^n \gamma_k IR_{t-i} + e_{1t} \quad (1)$$

$$IR = \sum_{i=1}^m \lambda_i BI7D_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j PE_{t-i} + \sum_{k=1}^m \sigma_k IR_{t-i} + e_{2t} \quad (2)$$

2. Jalur Harga Aset

$$PE = \sum_{i=1}^n \alpha_i BI7D_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j PE_{t-i} + \sum_{k=1}^n \gamma_k IHS_{t-i} + e_{1t} \quad (3)$$

$$IHS = \sum_{i=1}^m \lambda_i BI7D_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j PE_{t-i} + \sum_{k=1}^m \sigma_k IHS_{t-i} + e_{2t} \quad (4)$$

3. Jalur Nilai Tukar

$$PE = \sum_{i=1}^n \alpha_i BI7D_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j PE_{t-i} + \sum_{k=1}^n \gamma_k Kurs_{t-i} + e_{1t} \quad (5)$$

$$Kurs = \sum_{i=1}^m \lambda_i BI7D_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j PE_{t-i} + \sum_{k=1}^m \sigma_k Kurs_{t-i} + e_{2t} \quad (6)$$

Di mana PE adalah pertumbuhan ekonomi, BI7D adalah BI 7 Days Repo Rate, dan IR adalah suku bunga pasar uang (RPUAB) dan suku bunga perbankan (suku bunga deposito dinotasikan dengan RDEPO dan suku bunga kredit dinotasikan dengan RKREDIT). IHS merupakan Indeks Harga Saham Gabungan dan Kurs adalah nilai tukar dollar terhadap rupiah.

HASIL DAN ANALISIS

Uji stasioner data

Berdasarkan hasil uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) pada menunjukkan bahwa hanya satu variabel yang lolos pada uji stasioner pada tingkat level, yaitu suku bunga kredit (RKREDIT). Sehingga dilanjutkan dengan uji stasioner pada derajat satu (*first difference*). Hasil menunjukkan bahwa seluruh variabel stasioner pada tingkat signifikansi 5 persen dan 10 persen (Tabel 2).

Tabel 2. Hasil Uji Stasioner

Variabel	Nilai Probabilitas ADF statistik	
	Level	<i>First difference</i>
BI7DRR	0.8629	0.0099*
RPUAB	0.7694	0.0000*
RDEPO	0.8021	0.0593**
RKREDIT	0.0007*	-
IHS	0.8232	0.0000*
KURS	0.9320	0.0000*
PE	0.7909	0.0000*

Keterangan: * signifikan pada $\alpha = 5\%$; ** signifikan pada $\alpha = 10\%$
Sumber: Lampiran 1

Uji lag optimum

Berdasarkan hasil uji pada Tabel 3, lag optimum 1 hanya memenuhi satu kriteria yaitu *Schwarz Criterion* (SC), sedangkan pada lag optimum 2 terdapat empat kriteria yang memenuhi yaitu *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Hannan Quinn* (HQ). Maka, penelitian ini menggunakan lag optimum 2 dengan metode *Akaike Information Criterion* (AIC).

Tabel 3. Hasil Uji Lag Optimum

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	103.6029	NA	1.84e-12	-7.155767	-6.819809	-7.055869
1	259.0302	218.7497	7.89e-16	-15.03928	12.35162*	-14.24009
2	334.0655	66.69800*	2.72e-16*	16.96781*	-11.92845	-15.46935*

Sumber: Lampiran 2

Uji kointegrasi

Hasil uji kointegrasi menggunakan metode Johansen pada Tabel 4 menunjukkan bahwa paling tidak terdapat tiga kombinasi linier dari variabel-variabel yang terdapat dalam model tersebut memiliki hubungan kointegrasi (jangka panjang).

Tabel 4. Hasil Uji Kointegrasi

<i>Ho</i>	<i>Eigenvalue</i>	<i>Trace Statistic</i>	0.05
			<i>Critical Value</i>
0	0.866533	162.5128	125.6154
1	0.756936	108.1375	95.75366
2	0.582651	69.94785	69.81889

Sumber: Lampiran 3

Impulse response function (IRF)

1. Jalur suku bunga

Respon suku bunga pasar uang antar bank terhadap perubahan suku bunga BI 7DRR adalah positif dan permanen. Artinya jika suku bunga BI 7DRR mengalami guncangan kenaikan maupun penurunan diikuti oleh suku bunga pasar uang antar bank dengan arah perubahan yang sama baik dalam jangka pendek maupun jangka Panjang (Tabel 5).

Tabel 5. Analisis IRF Jalur Suku Bunga

Variabel <i>Shock</i>	Variabel yang Merespon	Respon	Mulai Periode
BI 7 Days Repo Rate	Suku Bunga Pasar Uang antar Bank	Positif permanen	Awal Bulan ke-1
Suku Bunga Pasar Uang antar Bank	Suku Bunga Deposito	Positif permanen	Awal Bulan ke-2
Suku Bunga Pasar Uang antar Bank	Suku Bunga Kredit	Positif permanen	Awal Bulan ke-2
Suku Bunga Deposito	Pertumbuhan Ekonomi	Negatif Permanen	Awal Bulan ke-2
Suku Bunga Kredit	Pertumbuhan Ekonomi	Negatif Permanen	Awal Bulan ke-2

Sumber: Lampiran 4

Proses transmisi kebijakan moneter bermula dari transaksi yang terjadi di pasar uang antar bank. Sebagian besar instrumen keuangan yang ditransaksikan

merupakan instrumen dengan jangka waktu pendek (*overnight*). Jika suku bunga BI 7DRR mengalami kenaikan terus menerus, maka suku bunga pasar uang antar bank akan mengikuti hal tersebut karena suku bunga BI 7DRR merupakan acuan bagi transaksi likuiditas antar bank. Dengan demikian suku bunga BI 7DRR efektif dalam mempengaruhi suku bunga pasar uang antar bank. Kelebihan BI 7DRR sebagai suku bunga acuan baru dibandingkan BI *Rate* adalah instrumen kebijakan moneter yang digunakan bersifat transaksional, sehingga respon pasar uang antar bank terhadap perubahan suku bunga acuan menjadi lebih cepat.

Proses penyesuaian perubahan suku bunga pasar uang antar bank terhadap perubahan suku bunga acuan tidak memerlukan tenggang waktu (*time lag*) yang lama, di mana suku bunga pasar uang antar bank langsung merespon perubahan suku bunga acuan pada bulan pertama, dan respon tersebut bersifat permanen dalam jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa transmisi kebijakan moneter dari perubahan suku bunga acuan ke perubahan suku bunga pasar uang antar bank berjalan efektif sesuai dengan kerangka pemikiran teoritis.

Respon suku bunga deposito (RDEPO) dan suku bunga kredit (RKREDIT) terhadap adanya perubahan suku bunga pasar uang antar bank adalah positif dan permanen. Hal ini berarti perubahan suku bunga pasar uang antar bank mampu ditransmisikan dengan baik ke sektor perbankan. Kenaikan atau penurunan suku bunga pasar uang antar bank akan diikuti pula dengan kenaikan (penurunan) suku bunga perbankan, baik suku bunga deposito maupun suku bunga kredit. Proses penyesuaian tersebut membutuhkan waktu yang lebih lama dibandingkan respon perubahan suku bunga pasar uang terhadap perubahan suku bunga acuan. Suku bunga perbankan, baik suku bunga deposito maupun suku bunga kredit baru merespon pada bulan kedua perubahan suku bunga pasar uang antar bank. Hal ini menunjukkan adanya sedikit rigiditas suku bunga perbankan. Hal ini tentu saja dapat mempengaruhi efektivitas dari kebijakan moneter.

Kekakuan suku bunga perbankan dalam merespon perubahan suku bunga acuan dalam pelaksanaan kebijakan moneter dapat menjadi faktor penghambat dalam proses transmisi kebijakan moneter. Kebijakan moneter yang bertujuan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dan meningkatkan peran intermediasi perbankan menjadi kurang efektif. Kekakuan tersebut dapat berkaitan erat dengan banyak permasalahan internal mendasar yang dihadapi perbankan nasional, seperti struktur keuangan yang belum optimal sampai dengan permasalahan manajemen risiko. Tingginya biaya intermediasi mengindikasikan bahwa perbankan belum cukup memiliki struktur yang sehat. Namun demikian, dalam penelitian ini menunjukkan rigiditas suku bunga perbankan tidak berlangsung lama, dalam waktu dua bulan suku bunga perbankan telah melakukan penyesuaian terhadap perubahan suku bunga pasar uang antar bank.

Adanya perubahan suku bunga perbankan, baik suku bunga deposito maupun suku bunga kredit direspon secara negatif oleh pertumbuhan ekonomi. Artinya kenaikan (penurunan) suku bunga perbankan akan menyebabkan penurunan

(kenaikan) pertumbuhan ekonomi. Suku bunga kredit merupakan biaya modal bagi investasi, sehingga adanya kenaikan suku bunga tersebut akan menurunkan insentif terhadap peminjaman dana sehingga investasi akan berkurang dan menurunkan permintaan agregat. Hal ini menyebabkan penurunan output dan pertumbuhan ekonomi. Kenaikan suku bunga deposito akan meningkatkan insentif pemilik dana untuk menyimpan uang di bank, sehingga mengurangi permintaan agregat, output, dan pertumbuhan ekonomi.

Respon pertumbuhan ekonomi terhadap perubahan suku bunga perbankan bersifat permanen dengan tenggang waktu respon yang relatif cepat, yaitu mulai bulan kedua. Hal ini menunjukkan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga di Indonesia masih berjalan efektif. Hasil penelitian ini sejalan dengan beberapa penelitian yang telah dilakukan yaitu Herlina (2013), Seprilina (2013), dan Maslan (2017) di Indonesia, Awad (2011) di Mesir, Albu (2006) di Rumania, Obamuyi (2009) dan Adeoye & Shobande (2017) di Nigeria menemukan bahwa suku bunga dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi melalui pengaruhnya terhadap investasi. Dengan demikian, perubahan suku bunga acuan dapat berpengaruh ke suku bunga pasar uang antar bank dan suku bunga perbankan, yang selanjutnya akan mempengaruhi investasi dan pertumbuhan ekonomi.

2. Jalur harga aset

Transmisi kebijakan moneter jalur harga aset dijelaskan melalui pengaruh perubahan suku bunga acuan terhadap suku bunga pasar uang antar bank, harga saham, dan output riil. Pada Tabel 6 dapat dilihat bahwa Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mampu merespon secara negatif perubahan suku bunga pasar uang antar bank dengan cepat, yaitu pada awal bulan pertama. Respon tersebut bersifat permanen artinya IHSG merespon perubahan suku bunga pasar uang antar bank baik dalam jangka pendek maupun panjang.

Respon negatif tersebut berarti bahwa adanya penurunan suku bunga pasar uang antar bank akan mendorong kenaikan harga saham karena imbal hasil saham menjadi relatif lebih menarik dibandingkan dengan aset keuangan lainnya yang memberikan imbal hasil suku bunga seperti surat utang jangka pendek, sertifikat deposito, dan lainnya. Permintaan terhadap saham yang meningkat mendorong pada kenaikan harga saham secara keseluruhan.

Respon negatif harga saham terhadap perubahan suku bunga pasar uang antar bank juga mengindikasikan adanya hubungan substitutif antara perbankan dan pasar modal. Adanya kenaikan suku bunga akan mendorong pemilik dana mengurangi permintaan terhadap aset saham dan mendorong penurunan harga saham secara keseluruhan.

Tabel 6. Analisis IRF Jalur Harga Aset

Variabel Shock	Variabel yang Merespon	Respon	Mulai Periode
BI 7 Days Repo Rate	Suku Bunga Pasar Uang antar Bank	Positif permanen	Awal Bulan ke-1
Suku Bunga Pasar Uang antar Bank	IHSG	Negatif permanen	Awal Bulan ke-1
IHSG	Pertumbuhan Ekonomi	Positif Permanen	Awal Bulan ke-1

Sumber: Lampiran 4

Adanya perubahan IHSG mampu direspon dengan cepat oleh pertumbuhan ekonomi secara positif dan permanen. Kenaikan IHSG merupakan sinyal bagi perbaikan kinerja saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Kenaikan harga saham berarti bahwa nilai pasar perusahaan tinggi relatif terhadap biaya penggantian modal, sehingga modal pabrik dan peralatan baru adalah murah relatif terhadap nilai pasar perusahaan. Maka perusahaan dapat menerbitkan saham dan mendapatkan harga saham yang tinggi relatif terhadap biaya dari fasilitas dan peralatan yang dibeli. Pengeluaran investasi akan meningkat, karena perusahaan dapat membeli banyak barang modal baru dengan hanya menerbitkan saham dalam jumlah yang sedikit. Pertumbuhan ekonomi akan meningkat karena adanya kenaikan investasi.

Penelitian ini memberikan hasil yang berbeda dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Idris dkk (2002), dan Herlina (2013) di Indonesia yang menemukan bahwa jalur harga aset belum mampu mentransmisikan kebijakan moneter dalam mempengaruhi perekonomian di Indonesia, serta penelitian Modis (2007) yang menemukan tidak adanya korelasi antara harga saham dan pertumbuhan ekonomi di Amerika Serikat.

Perbedaan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perkembangan pasar modal di Indonesia sudah mampu mengakselerasi pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan investasi. Pendalaman pasar modal yang lebih luas, daya tahan perekonomian nasional di tengah isu global yang tidak menentu turut mendorong efektivitas transmisi kebijakan moneter jalur harga aset di Indonesia.

3. Jalur nilai tukar

Perubahan suku bunga acuan direspon secara positif dan permanen oleh suku bunga pasar uang antar bank, dan selanjutnya direspon secara positif dan permanen oleh perubahan nilai tukar pada periode yang sama yaitu mulai bulan pertama. Kecepatan respon nilai tukar terhadap perubahan suku bunga acuan dapat meningkatkan efektivitas transmisi kebijakan moneter jalur nilai tukar di Indonesia (Tabel 7).

Tabel 7. Analisis IRF Jalur Nilai Tukar

Variabel <i>Shock</i>	Variabel yang Merespon	Respon	Mulai Periode
BI 7 Days Repo Rate	Suku Bunga Pasar Uang antar Bank	Positif permanen	Awal Bulan ke-1
Suku Bunga Pasar Uang antar Bank	Nilai Tukar	Positif permanen	Awal Bulan ke-1
Nilai Tukar	Pertumbuhan Ekonomi	Tidak Permanen	Sepanjang periode

Sumber: Lampiran 4

Respon kurs yang positif permanen menunjukkan bahwa kenaikan suku bunga pasar uang antar bank menyebabkan kurs rupiah terapresiasi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Kenaikan suku bunga domestik menaikkan insentif bagi pemilik dana untuk menyimpan dananya di Indonesia karena adanya kenaikan imbal hasil dari aset domestik relatif terhadap aset luar negeri. Permintaan aset berdenominasi rupiah meningkat dan mendorong apresiasi rupiah terhadap dollar AS.

Adanya perubahan nilai tukar tidak direspon oleh pertumbuhan ekonomi di Indonesia selama periode penelitian. Ini berarti bahwa adanya perubahan suku bunga acuan hanya mampu mempengaruhi aliran modal asing yang selanjutnya mempengaruhi nilai tukar rupiah terhadap dollar AS, tanpa mampu mempengaruhi sektor riil. Ini berarti bahwa perubahan suku bunga hanya mampu menarik aliran modal asing jangka pendek. Dengan demikian, transmisi kebijakan moneter jalur nilai tukar di Indonesia belum efektif dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Rodrik (2008) yang menunjukkan bahwa nilai tukar yang *undervalued* mampu mendorong pertumbuhan ekonomi di 188 negara. Penelitian Schnabl (2007) di Eropa dan Akyüz (2009) di Asia serta Adeoye & Shobande (2017) di Nigeria juga menunjukkan bahwa depresiasi mata uang domestik dapat mendorong pertumbuhan ekonomi.

Selama periode penelitian menunjukkan bahwa adanya depresiasi mata uang domestik belum cukup mampu untuk mendorong peningkatan ekspor. Di sisi impor, adanya depresiasi mata uang domestik juga belum mampu mengurangi impor karena ketergantungan terhadap barang impor yang masih relatif tinggi. Sehingga depresiasi mata uang domestik belum mampu memberikan efek positif bagi neraca perdagangan dan pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penggunaan suku bunga BI 7DRR sebagai suku bunga acuan yang baru telah mampu mentransmisikan kebijakan moneter melalui jalur suku bunga dan jalur harga aset dengan sasaran akhir pertumbuhan ekonomi. Penurunan suku bunga acuan dapat direspon dengan cepat oleh suku bunga pasar uang antar bank, suku bunga perbankan, harga saham, dan investasi.

Transmisi kebijakan moneter jalur nilai tukar belum berjalan efektif dalam mendorong pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Perubahan suku bunga acuan telah direspon oleh perubahan nilai tukar dengan cepat, namun transmisi ini terhambat karena pasar ekspor yang kurang responsif terhadap perubahan harga relatif dan tingkat ketergantungan terhadap barang impor yang masih relatif tinggi.

Saran

Kondisi sektor keuangan, perbankan, dan kondisi sektor riil sangat berperan dalam menentukan efektif atau tidaknya proses transmisi kebijakan moneter. Koordinasi kebijakan antara bank sentral di sektor moneter dan pemerintah pada sektor riil sangat diperlukan dalam upaya meningkatkan efektivitas transmisi kebijakan moneter.

Kebijakan sektor perbankan diarahkan pada optimalisasi peran intermediasi perbankan dan efisiensi operasional perbankan sehingga dapat menurunkan suku bunga, mendorong investasi dan mengekspansi sektor riil. Pendalaman pasar modal juga diperlukan dalam rangka mempercepat transmisi kebijakan moneter. Gerakan menabung saham perlu untuk terus digiatkan serta perbaikan infrastruktur termasuk peraturan pendukung, kemudahan administrasi bagi perusahaan-perusahaan baru yang akan *go public*, insentif pajak, dan sebagainya. Pasar modal yang berkembang dapat sebagai sumber alternatif pendanaan perusahaan sehingga dapat mengurangi ketergantungan sumber dana perusahaan dari perbankan. Berkembangnya alternatif pendanaan selain dari perbankan dapat mendorong penurunan suku bunga kredit bank yang pada gilirannya akan meningkatkan investasi dan pertumbuhan ekonomi.

Transmisi kebijakan moneter jalur nilai tukar agar efektif dapat dilakukan melalui kebijakan yang berfokus pada peningkatan nilai tambah produk ekspor sehingga dapat bersaing di pasar internasional, serta kebijakan pengurangan ketergantungan pada impor terutama bahan baku. Penggunaan bahan baku lokal selain dapat menurunkan biaya produksi juga dapat menjamin ketersediaan bahan baku, sehingga keberlangsungan produksi dapat terjaga. Permintaan terhadap produk ekspor dan impor yang responsif terhadap perubahan nilai tukar (kurs) dapat meningkatkan efektivitas kebijakan moneter dalam mempengaruhi sektor riil.

Ucapan Terima Kasih (*Acknowledgement*)

Penelitian ini didanai oleh LPPM UPN "Veteran" Yogyakarta.

REFERENSI

- Adeoye, B. dan Shobande, A.O., 2017, Monetary Policy Transmission Mechanism and Macroeconomic Aggregates in Nigeria, *Caleb Journal of Social and Management Sciences*, Volume 3, Number 2: 115 – 134.
- Akyüz, Yilmaz, 2009, *Exchange Rate Management, Growth, and Stability: National and Regional Policy Options in Asia*, Asia Pacific Trade and Investment Initiative UNDP Regional Centre for Asia Pacific, Colombo Office.
- Albu, Lucian-Liviu, 2006, Trends in the Interest Rate – Investment – GDP Growth Relationship, *Romanian Journal of Economic Forecasting*, No. 3: 5-13.
- Awad, Ibrahim L., 2011, The Monetary Transmission Mechanism in A Small Open Economy: The Case of Egypt, *Journal of Economics and Business*, Vol. XIV – 2011, No 1: 73-96.
- Bank Indonesia, 2019, Transmisi Kebijakan Moneter, <https://www.bi.go.id/id/id/moneter/transmisikebijakan/Contents/Default.aspx>.
- Gujarati, Damodar N dan Dawn C Porter, 2009, *Basic Econometrics*, 5th Edition, McGraw-Hill, Singapore.
- Gujarati, Damodar N, 2012, *Econometrics by Examples*, Palgrave Macmillan, New York.
- Herlina D., 2013, Identifikasi Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Tahun 2000-2011, *Jurnal Kinerja*, Volume 17. No.2: 158-173
- Idris, Rendra Z dkk, 2002, Asset Price Channel of Monetary Transmission in Indonesia, *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia*, Directorate of Economic Research and Monetary Policy, Bank Indonesia, Jakarta.
- Mankiw, N Gregory, 2010, *Macroeconomics*, 7th Edition, Worth Publishers, New York.
- Maslan J, 2017, Efektifitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia Melalui Jalur Suku Bunga, *Jurnal Ilmiah Kohesi*, Vol. 1 No. 1.
- Mishkin, Frederic S., 2010, *The Economic of Money, Banking, and Financial Markets*, Ninth Edition, Pearson Education Inc, Boston.

Modis, Theodore, 2007, Sunspots, GDP and the Stock Market, *Technological Forecasting & Social Change*, No. 74: 1508–1514.

Obamuyi, T. M., 2009, An Investigation of the Relationship between Interest Rates and Economic Growth in Nigeria, 1970 –2006, *Journal of Economics and International Finance*, Vol. 1(4): 093-098.

Rodrik, Dani, 2008, The Real Exchange Rate and Economic Growth, *Brookings Papers on Economic Activity*: 365-439.

Schnabl, Gunther, 2007, Exchange Rate Volatility and Growth In Small Open Economies At The Emu Periphery, *Working Paper Series*, No 773, European Central Bank.

Seprillina L., 2013, Efektifitas Instrumen Kebijakan Moneter terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia (Periode 1999:1-2012:2), *Jurnal Ilmiah*, Universitas Brawijaya.

Warjiyo P dan Juhro S. M, 2016, *Kebijakan Bank Sentral Teori dan Praktik*, PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.

Warjiyo, Perry (2004), *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia*, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia, Jakarta.

Lampiran 1: Uji Stasioneritas

Variabel BI7DRR

Null Hypothesis: BI7DRR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.711357	0.8629
Test critical values: 1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(BI7DRR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.658048	0.0099
Test critical values: 1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Variabel suku bunga pasar uang antar bank

Null Hypothesis: RPUAB has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.314086	0.7694
Test critical values: 1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RPUAB) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.406408	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Variabel suku bunga deposito

Null Hypothesis: RDEPO has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.439425	0.8021
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RDEPO) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.872757	0.0593
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Variabel suku bunga kredit

Null Hypothesis: RKREDIT has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.633396	0.0007
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Variabel IHSG

Null Hypothesis: LNIHSG has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.525686	0.8232
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNIHSG) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.074586	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Variabel kurs

Null Hypothesis: LNKURS has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.156476	0.9320
Test critical values: 1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LNKURS) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.184723	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Variabel pertumbuhan ekonomi

Null Hypothesis: PE has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 6 (Automatic based on SIC, MAXLAG=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.828721	0.7909
Test critical values: 1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PE) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 5 (Automatic based on SIC, MAXLAG=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.979801	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Lampiran 2: Uji Lag Optimum

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: PE BI7DRR RPUAB RDEPO RKREDIT LNIHSG LNKURS

Exogenous variables: C

Sample: 2016M08 2018M12

Included observations: 27

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	103.6029	NA	1.84e-12	-7.155767	-6.819809	-7.055869
1	259.0302	218.7497	7.89e-16	-15.03928	-12.35162*	-14.24009
2	334.0655	66.69800*	2.72e-16*	-16.96781*	-11.92845	-15.46935*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Lampiran 3: Uji Kointegrasi Johansen

Sample (adjusted): 2016M10 2018M12

Included observations: 27 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: PE BI7DRR RPUAB RDEPO RKREDIT LNIHSG LNKURS

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.866533	162.5128	125.6154	0.0000
At most 1 *	0.756936	108.1375	95.75366	0.0053
At most 2 *	0.582651	69.94785	69.81889	0.0488
At most 3	0.509331	46.35439	47.85613	0.0687
At most 4	0.420008	27.13077	29.79707	0.0985
At most 5	0.291260	12.42275	15.49471	0.1378
At most 6	0.109378	3.127543	3.841466	0.0770

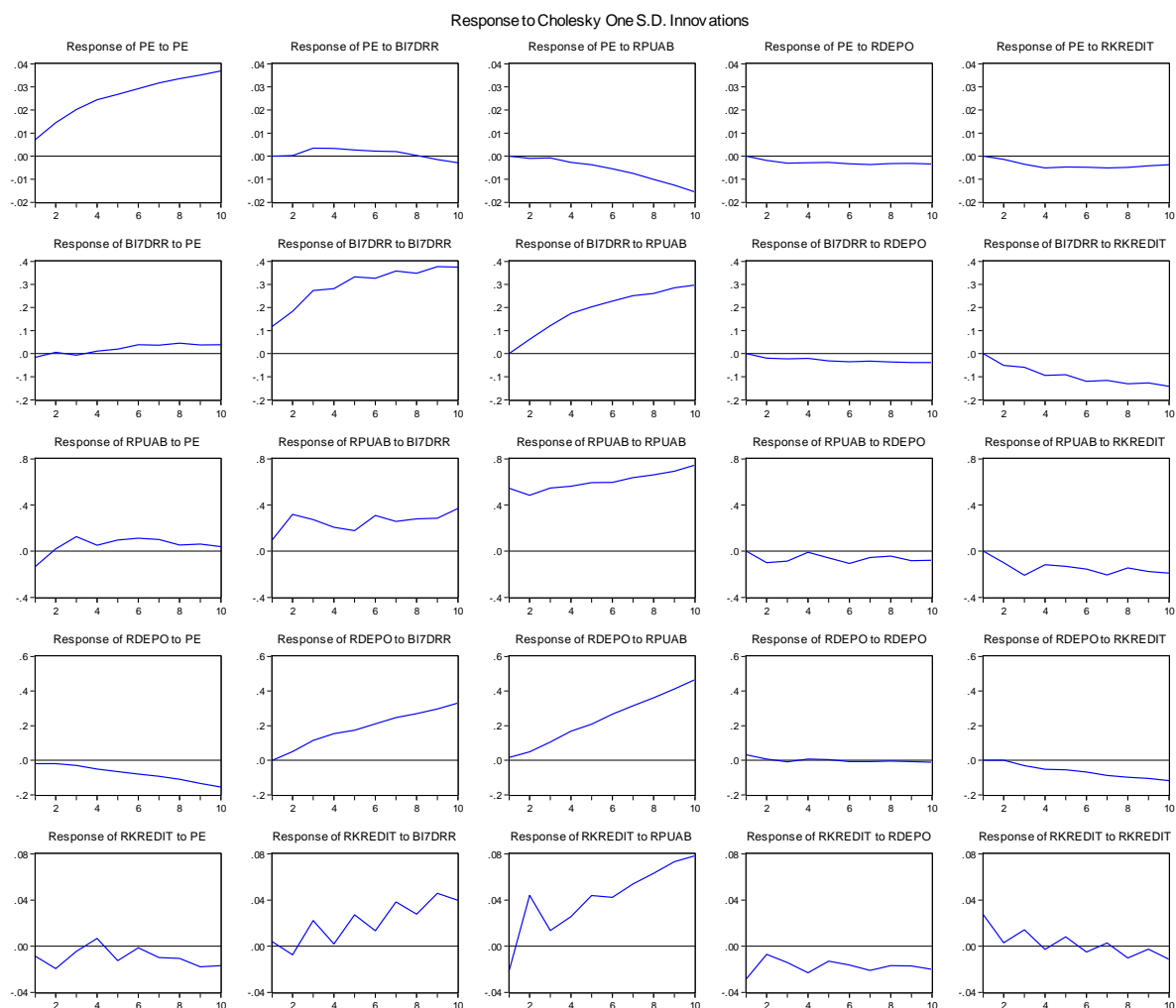
Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

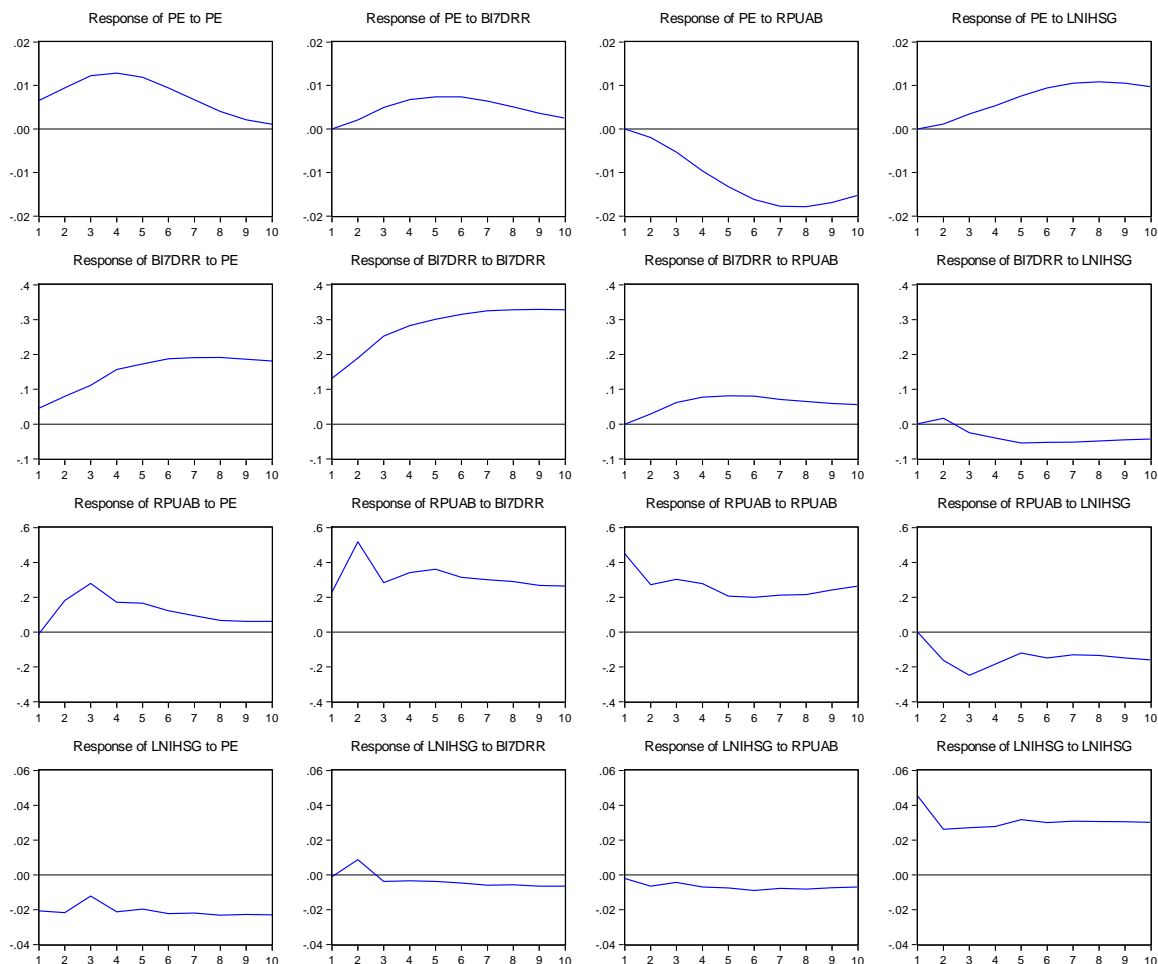
Lampiran 4: Impulse Response Function (IRF)

Jalur suku bunga



Jalur harga aset

Response to Cholesky One S.D. Innovations



Jalur Nilai Tukar

Response to Cholesky One S.D. Innovations

