

## Efektivitas Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Jalur Kredit Perbankan Dan Harga Aset Dalam Sasaran Akhir Inflasi

**Muhammad Firmansyah**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Malang  
e-mail: firmansyah92@umm.ac.id

### *Abstract*

*Bank Indonesia as the monetary authority has a role in determining the direction of expansionary and contractionary monetary policy. Monetary policy transmission has an important role in controlling inflation in Indonesia. The role of credit channels and asset prices in the transmission of monetary policy can affect business activities for business people and public actors as consumers and stimulate economic activity. The function of the credit channel and asset prices as an intermediary for monetary policy is to control and minimize information imperfections, the possibility of fraud, and adverse selection. The purpose of this study is to explain the role of credit channels and asset prices in contributing to inflation in the long run. This study uses the VECM method. This study proves that the BI7DayRR, investment credit, working capital credit, JCI and DPK variables have a significant long-term effect on inflation. The important role of Bank Indonesia as the monetary authority is to maintain inflation stability through the credit channel and asset price channel. The importance of continuous coordination between the central government, regulators and the monetary authority, namely Bank Indonesia, in terms of maintaining inflation.*

**Keywords:** BI7DayRR, investment credit, working capital credit,, IHSG, and DPK

### **Abstrak**

Bank Indonesia selaku otoritas moneter mempunyai peran menentukan arah kebijakan moneter ekspansif maupun kontraktif. Transmisi kebijakan moneter mempunyai peranan penting dalam mengendalikan inflasi di Indonesia. Peranan saluran kredit dan harga aset dalam transmisi kebijakan moneter dapat mempengaruhi kegiatan bisnis bagi para pelaku bisnis dan pelaku masyarakat sebagai konsumen serta stimulus aktivitas ekonomi. Fungsi dari saluran kredit dan harga aset sebagai perantara kebijakan moneter untuk mengontrol dan meminimalisir ketidaksempurnaan informasi, kemungkinan terjadinya penyelewengan, dan adverse selection. Tujuan dari penelitian ini adalah menjelaskan peran dari saluran kredit dan harga aset dalam berkontribusi terhadap inflasi dalam jangka panjang. Penelitian ini menggunakan metode VECM. Dalam penelitian ini membuktikan bahwa variabel BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan DPK berpengaruh signifikan dalam jangka panjang terhadap inflasi. Adanya pentingnya peran dari Bank Indonesia sebagai otoritas moneter untuk menjaga stabilitas inflasi melalui instrumen jalur kredit dan jalur harga aset. Pentingnya koordinasi yang berkesinambungan antara pemerintah pusat, regulator dengan otoritas moneter yaitu Bank Indonesia, dalam hal menjaga inflasi.

**Kata Kunci:** BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG, dan DPK

## PENDAHULUAN

Pada awal tahun 2020 hingga sekarang terjadi pandemi di seluruh dunia, hal ini disebabkan oleh adanya covid-19 yang menyebabkan krisis ekonomi di semua negara. Semua sektor dan aktivitas perekonomian menjadi lumpuh dikarenakan adanya kebijakan lockdown yang dilakukan oleh setiap negara. Hal ini menjadi tantangan bagi pemerintah dan otoritas moneter di setiap negara untuk menjaga kestabilan ekonomi. Perlunya sikap responsif dan solutif dari pemerintah dan otoritas moneter untuk mengatasi krisis kesulitan finansial. Kesulitan finansial dimana krisis moneter juga pernah melanda di Indonesia pada tahun 1997 dan 2008 juga memberikan berbagai masalah dan bencana di semua sektor perekonomian. Bermula pada krisis moneter yang berdampak sistemik dan merubah arah menjadi krisis ekonomi dan krisis politik sehingga timbulnya kekacauan ekonomi secara simultan yang tidak bisa dihindari. Untuk memperkuat sektor perekonomian dan pembangunan yang berkelanjutan maka diperlukan penyesuaian kebijakan ekonomi yang akurat, terukur, dan kredibel.

Berangkat dari permasalahan yang ada dan untuk mewujudkan amanat Undang – Undang No. 3 Tahun 2004 untuk menjaga kestabilan laju tingkat inflasi, Bank Indonesia sebagai otoritas moneter mempunyai wewenang dan andil dalam menentukan kebijakan moneter. Kebijakan moneter adalah memanipulasi jumlah uang beredar untuk mempengaruhi variabel makroekonomi seperti pertumbuhan PDB, inflasi, pengangguran, dan nilai tukar maka dari itu kebijakan moneter dilakukan oleh bank sentral di banyak negara (Mahara, 2020). Otoritas moneter di seluruh dunia memiliki peranan mengontrol inflasi, nilai tukar, biaya ketersediaan kredit, dan mempertahankan neraca pembayaran melalui kebijakan moneter agar terjadi stabilitas harga dan pembangunan ekonomi (Hussain et al.,

2020). Tujuan utama dari kebijakan moneter yaitu kestabilan tingkat laju inflasi, pertumbuhan ekonomi, dan pembangunan ekonomi yang berkelanjutan dan berkeadilan.

Pentingnya bagi bank sentral menentukan jalur – jalur transmisi sebagai landasan acuan stance kebijakan moneter, instrumen yang digunakan, waktu dan besaran respon dari feedback yang diharapkan (Warjiyo & Juhro, 2017). Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan fenomena yang rumit, karena transmisi pada ekonomi makro memiliki dan melalui beberapa saluran (Hafidh, 2021). Penelitian mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan hal yang penting karena beririsan dengan makroekonomi dan keuangan dalam membantu pemahaman tentang pilar urgensi mikro dibalik ekonomi makro dan bagaimana saluran transmisi terbukti memiliki nilai teoretis dan signifikan untuk pemahaman yang berlanjut dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di China (Fan & Jianzhou, 2011).

Adanya beberapa perbedaan pendapat dari penelitian yang sudah dikemukakan hal ini menunjukkan mekanisme transmisi kebijakan moneter masih menjadi problematika di setiap negara. Sun et al., (2010) dalam penelitiannya dengan pendekatan VAR/VECM menunjukkan saluran kredit, suku bunga dan harga aset semua berperan dalam transmisi kebijakan moneter di Cina, peran dari kredit perbankan menjadi dominan pengaruhnya. Penelitian yang dilakukan oleh Bonomo & Martins (2016) dengan judul “The Impact of Government-Driven Loans in the Monetary Transmission Mechanism: what can we learn from firm-level data?” bahwa saluran kredit moneter kebijakan kurang efektif untuk perusahaan dengan akses pinjaman yang didorong oleh pemerintah. Secara empiris, adanya kontradiksi dengan teori moneter

dimana adanya penurunan atau kenaikan suku bunga kredit permintaan masyarakat terhadap kredit masih menjadi stimulus utama permodalan bagi mereka dan kemungkinan memberi tekanan pada harga (inflasi) (Mayo et al., 2014). Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Pradhan et al., 2015) dengan metode kausalitas Granger menggunakan variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan pasar saham di 34 negara OECD periode waktu 1960-2012 bahwa adanya hubungan sebab akibat dari setiap variabel baik dalam jangka pendek dan jangka panjang.

Kemampuan dan persoalan di setiap negara mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter mempunyai beragam temuan yang dapat dibahas bersama. Bagaimana kebijakan moneter mampu mempengaruhi ekonomi riil, melalui saluran apa mekanisme transmisi kebijakan moneter mempengaruhi perubahan harga, dan berapa lama time lag untuk merespon perubahan kebijakan masih menjadi topik yang relevan untuk dibahas. Diperlukan studi lanjut pada jalur transmisi kebijakan moneter untuk mendukung literasi tambahan sebagai pendukung keberhasilan kebijakan moneter dalam situasi pandemi covid-19. Untuk itu penelitian ini menggunakan 2 jalur transmisi kebijakan yaitu saluran kredit perbankan dan harga aset dikarenakan dua saluran ini paling terdampak dari situasi pandemi covid-19 dan sebagai jalur penting untuk memenuhi gambaran dari inflation targeting framework.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

Kebijakan moneter adalah kebijakan yang dilakukan oleh Bank Indonesia agar perekonomian suatu negara dapat berjalan sesuai yang diharapkan. Dalam hal ini menjadikan Bank Indonesia merupakan lembaga yang independen atau tanpa campur tangan dari pemerintah. Kebijakan moneter merupakan instrumen krusial dan penentu untuk mengendalikan laju tingkat inflasi.

Transmisi kebijakan moneter memberikan gambaran bahwa adanya interaksi yang saling berkaitan antara Bank Indonesia sebagai otoritas moneter dengan perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang di bawah naungan dari OJK (Otoritas Jasa Keuangan). Bank Indonesia dalam melakukan kebijakan moneter mengarah pada inflation targeting framework untuk langkah antisipatif sehingga target inflasi dapat tercapai dan terkendali (Astuti & Hastuti, 2020). Inflation targeting framework merupakan publikasi kepada masyarakat mengenai rencana dan tujuan dari kebijakan moneter tersebut. Dengan mempertimbangkan kondisi sektor keuangan, perbankan, dan sektor riil secara komprehensif sebagai faktor krusial untuk menentukan efektif dan tidaknya mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam memenuhi sasaran Inflation targeting framework.

Di Indonesia kredit perbankan masih menjadi primadona sebagai sumber permodalan yang masih dibutuhkan oleh perusahaan dan UMKM. Di Cina bank dianggap sebagai sumber pendanaan utama 75% memberikan pinjaman usaha (Fungáčová et al., 2016). Menurut Stiglitz & Greenwald (2003) dalam (Mayo et al., 2014) kredit perbankan mampu memitigasi adanya asymmetric information problems untuk menghindari adanya transformasi dalam penyaluran kredit. Transmisi kebijakan moneter melalui jalur kredit yaitu melalui kenaikan dan penurunan tingkat suku bunga. Selanjutnya, transmisi kebijakan moneter melalui jalur kredit juga mempengaruhi di sektor riil yang berupa di sektor investasi, sektor konsumsi, dan sektor modal kerja. Dimana perubahan dari volume kredit dan suku bunga kredit berkaitan erat dengan kredit investasi dan kredit modal kerja yang menimbulkan efek akhir pada konsumsi

rumah tangga. Perubahan volume kredit dan suku bunga kredit menimbulkan pada permintaan agregat dimana output dari volume kredit dan suku bunga kredit adalah sektor riil dan laju tingkat inflasi dalam siklus perekonomian. Sektor investasi dan kredit modal kerja berimplikasi dengan adanya perubahan volume kredit dan suku bunga kredit. Menurut (Wulandari, 2012) dalam penelitiannya yang berjudul “apakah jalur kredit dan jalur suku bunga memainkan peran penting dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia” dengan menggunakan SVAR, hasilnya mengatakan bahwa jalur kredit dan jalur suku bunga memainkan peran penting dalam mentransmisikan kebijakan moneter ke sektor riil.

Pembuat kebijakan moneter menghadapi masalah dengan adanya kenaikan harga aset. Kebijakan moneter tradisional yang berfokus dalam pengendalian inflasi mengukur dengan indeks harga konsumen. Tetapi, hal tersebut bukan merupakan harga aset. Guncangan harga aset memicu reaksi pembuat kebijakan yang pada akhirnya mereka memodifikasi mekanisme transmisi kebijakan makroekonomi. Teori Tobin's  $q$  menjelaskan peningkatan harga saham mampu mendorong kenaikan output. Nilai  $q$  yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki nilai pasar lebih tinggi dibandingkan biaya penggantian modal. Pada kondisi ini, perusahaan dapat menjual saham dengan harga tinggi dibandingkan biaya untuk membeli peralatan dan fasilitas, sehingga perusahaan cukup menjual sedikit saham untuk mendapatkan modal tambahan. Hal tersebut akan meningkatkan investasi dan perekonomian.

Dalam jangka waktu yang panjang ketatnya kebijakan moneter akan menyebabkan bank berhenti memberikan pinjaman yang ada dan pinjaman baru. Akibatnya, kebijakan moneter yang ketat

akan menurunkan output ekonomi agregat. Hingga saat ini, kurangnya pasokan pinjaman menjadi salah satu penyebab adanya depresi yang hebat. Karena hal tersebut, bank sentral di seluruh dunia memberikan kelonggaran mengenai kebijakan moneter sejak Agustus 2007. Perbankan Indonesia, terutama bank yang besar menjadi sangat aktif dalam mengumpulkan dana dari luar negeri melalui pinjaman bank komersial untuk memenuhi dana yang dibutuhkan oleh klien mereka. Dana eksternal yang disertai biaya lebih rendah daripada pinjaman mereka. Peran aktif bank-bank besar sebagai perantara dalam menyediakan dana luar negeri didorong oleh nilai tukar yang stabil yang memungkinkan bank untuk mengambil keuntungan dari perbedaan bunga antara domestik dan dollar AS.

Sesuai dengan new classical economic theory, saluran transmisi kebijakan moneter bergantung pada hubungan antara suku bunga jangka pendek, suku bunga jangka menengah dan jangka panjang yang mempengaruhi sektor riil, permintaan konsumen, dan investor (Liu, 2016). Namun, monetaris percaya bahwa peningkatan jumlah uang beredar tidak akan mempengaruhi output atau produk domestik bruto (PDB), tetapi jumlah uang beredar akan mempengaruhi terutama pada inflasi. Sedangkan Keynesian berasumsi bahwa peran uang beredar sangat terbatas karena perangkap likuiditas dan elastisitas investasi bunga rendah, sehingga perubahan positif dalam pendapatan menyebabkan peningkatan permintaan uang untuk transaksi dan peningkatan jumlah uang, dan ini berarti, arah kausalitas datang dari pendapatan ke uang dan bukan sebaliknya (Abou, 2014) (Marshall, 2016) (Chaudhry et al., 2012).

Banyaknya literatur yang membahas mengenai akibat dari adanya kebijakan moneter yaitu aliran Keynesian dan aliran Monetaris. Khabo (2002) dalam penelitian

(Michael et al., 2020) bahwa Keynesian berpendapat uang bukan sentral utama dalam perekonomian dan pertumbuhan ekonomi tidak bisa dikatakan mempengaruhi jumlah uang beredar dalam transaksi di masyarakat secara signifikan. Keynesian mengatakan bahwa tingkat suku bunga dan investasi sebagai perantara dalam mempengaruhi produksi melalui kebijakan moneter. Sedangkan aliran Monetaris bertolak belakang dengan aliran Keynesian yang mana terjadinya penurunan dalam pasokan uang yang berkepanjangan menimbulkan dampak resesi dan depresi yang berkelanjutan timbul akibat tidak adanya ekspansi dalam peningkatan jumlah mata uang.

## METODE PENELITIAN

### *Jenis Penelitian*

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif dan menggunakan data sekunder yang dikumpulkan dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id) dan [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### *Data Penelitian*

Data dipilih berdasarkan kriteria kelengkapan data pada tiap variabel. Variabel penelitian ini adalah data bulanan periode tahun 2016 – 2021 dari Inflasi, BI7DayRR, Kredit Investasi, Kredit Modal

Kerja, IHSG, dan Total Commercial Banking Deposits (DPK).

### *Populasi & Sampel*

Populasi objek penelitian ini di negara Indonesia dengan menggunakan variabel makroekonomi sedangkan fundamental ekonomi negara Indonesia menggunakan variabel kredit dan dana pihak ketiga sebagai sampel penelitian.

### *Analisis Data*

Penelitian ini dialisis dengan menggunakan pendekatan data time series untuk melihat hubungan antar variabel. Pengujian hubungan antar variabel dengan data time series dilakukan dengan menggunakan multivariate time series analysis.

Metode penelitian ini menggunakan model *Vector Error Correction Model* (VECM). Model VECM merupakan teknik yang sangat populer dalam studi kebijakan moneter ataupun yang berhubungan dengan mengidentifikasi kebijakan moneter. Kerangka analisis dalam permodelan VECM akan memberikan informasi yang sistematis dan mampu menaksir informasi yang dibentuk dari data time series. Definisi dan operasionalisasi yang digunakan pada penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 1.

**Tabel 1.** Definisi Operasional Variabel

| No. | Variabel                                 | Definisi Operasional   |
|-----|--|--|
| 1.  | Inflasi                                  | Kenaikan harga – harga secara umum dan terjadi secara terus – menerus yang diukur dari IHK.  |
| 2.  | BI-7Day-RR                               | Suku bunga acuan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia.  |
| 3   | Kredit Investasi                         | Fasilitas kredit yang diberikan untuk membiayai kebutuhan investasi.   |
| 4.  | Kredit Modal Kerja                       | Fasilitas kredit yang diberikan untuk memenuhi kebutuhan modal kerja yang bersifat khusus seperti inventory/proyek.                  |
| 5.  | IHSG                                     | Indeks harga saham gabungan  |
| 6.  | <i>Total Commercial Banking Deposits</i> | Total dana pihak ketiga (DPK) yang berhasil dihimpun bank umum dalam berbagai bentuk. Dapat berupa tabungan, deposito berjangka, dll |

## HASIL & PEMBAHASAN

### Hasil

Hasil Tabel 2 dengan pengujian stasioneritas bahwa semua variabel stasioner pada tingkat 1<sup>st</sup> difference. Ini menunjukkan bahwa data dapat dimodelkan dengan model *multivariate time series*. Tahapan selanjutnya pemilihan model terbaik dari lag optimal. Lag yang memenuhi paling banyak kriteria akan ditetapkan sebagai lag optimal.

Pada Tabel 3 lag yang memenuhi kriteria adalah lag 0. Dengan terpilihnya lag 0 model time series belum optimal dikarenakan jumlah lag

terlalu kecil. Cara selanjutnya pengujian lag optimal kembali dilakukan dengan melihat lag 1 sampai 6.

Berdasarkan Tabel 4 membuktikan adanya lag 6 dan lag 0 merupakan lag yang memenuhi kriteria paling baik. Dengan demikian hasil pengujian optimal lag 6 merupakan model penelitian yang ingin digunakan. Proses pengujian selanjutnya adalah uji kausalitas Granger. Uji kausalitas Granger dilakukan untuk mengetahui hubungan kausalitas antar variabel selain itu untuk menentukan endogenitas variabel penelitian.

**Tabel 2.** Hasil Pengujian Stasioneritas ADF

| Variabel           | Prob (level) | Keterangan      | Prob (1 <sup>st</sup> diff) | keterangan |
|--------------------|--------------|-----------------|-----------------------------|------------|
| Inflasi            | 0.8921       | Tidak stasioner | 0.0000                      | Stasioner  |
| BI-7Day-RR         | 0.9515       | Tidak stasioner | 0.0002                      | Stasioner  |
| Kredit Investasi   | 0.5499       | Tidak stasioner | 0.0000                      | Stasioner  |
| Kredit Modal Kerja | 0.4035       | Tidak stasioner | 0.0000                      | Stasioner  |
| IHSG               | 0.0973       | Tidak stasioner | 0.0000                      | Stasioner  |
| TCBD               | 0.9890       | Tidak stasioner | 0.0000                      | Stasioner  |

Sumber: Data diolah, 2021

**Tabel 3.** Hasil Pengujian Lag Optimal

| Lag | LL       | LR      | df | p     | FPE                    | AIC      | HQIC     | SBIC    |
|-----|----------|---------|----|-------|------------------------|----------|----------|---------|
| 0   | -2463.35 |         |    |       | $1.7 \times 10^{30}$ * | 86.6439* | 86.7275* | 86.859* |
| 1   | -2438.1  | 50.496  | 36 | 0.055 | $2.50 \times 10^{30}$  | 87.0212  | 87.6063  | 88.5266 |
| 2   | -2412.38 | 51.449* | 36 | 0.046 | $3.80 \times 10^{30}$  | 87.3817  | 88.4683  | 90.1775 |

Sumber: Data diolah, 2021

**Tabel 4.** Hasil Pengujian Lag Optimal dengan Menggunakan Lag 1 hingga 6

| Lag | LL       | LR      | df | p     | FPE                    | AIC      | HQIC     | SBIC     |
|-----|----------|---------|----|-------|------------------------|----------|----------|----------|
| 0   | -2292.37 |         |    |       | $1.90 \times 10^{30}$  | 86.731   | 86.8168* | 86.9541* |
| 1   | -2266.12 | 52.514  | 36 | 0.037 | $2.70 \times 10^{30}$  | 87.0987  | 87.6991  | 88.6601  |
| 2   | -2241.8  | 48.64   | 36 | 0.078 | $4.50 \times 10^{30}$  | 87.5395  | 88.6545  | 90.4391  |
| 3   | -2221.78 | 40.041  | 36 | 0.295 | $9.40 \times 10^{30}$  | 88.1425  | 89.7722  | 92.3805  |
| 4   | -2181.56 | 80.433  | 36 | 0.000 | $1.10 \times 10^{30}$  | 87.9834  | 90.1277  | 93.5597  |
| 5   | -2120.99 | 121.13  | 36 | 0.000 | $7.20 \times 10^{30}$  | 87.0563  | 89.7153  | 93.9709  |
| 6   | -2014.79 | 212.41* | 36 | 0.000 | $1.3 \times 10^{30}$ * | 84.4071* | 87.5808  | 92.6601  |

Sumber: Data diolah, 2021

**Tabel 5.** Hasil Uji Kausalitas Granger

| <b>Equation</b> | <b>Excluded</b> | <b>chi2</b> | <b>df</b> | <b>P-Value</b> |
|-----------------|-----------------|-------------|-----------|----------------|
| dInflasi        | dBI7DayRR       | 34.915      | 6         | 0.000          |
| dInflasi        | dK_Investasi    | 53.884      | 6         | 0.000          |
| dInflasi        | dK_Modal_Kerja  | 20.397      | 6         | 0.002          |
| dInflasi        | dIHSG           | 48.727      | 6         | 0.000          |
| dInflasi        | dDPK            | 16.115      | 6         | 0.013          |
| dInflasi        | ALL             | 124.870     | 30        | 0.000          |
| dBI7DayRR       | dInflasi        | 17.269      | 6         | 0.008          |
| dBI7DayRR       | dK_Investasi    | 3.653       | 6         | 0.724          |
| dBI7DayRR       | dK_Modal_Kerja  | 12.443      | 6         | 0.053          |
| dBI7DayRR       | dIHSG           | 37.557      | 6         | 0.000          |
| dBI7DayRR       | dDPK            | 12.913      | 6         | 0.044          |
| dBI7DayRR       | ALL             | 100.000     | 30        | 0.000          |
| dK_Investasi    | dBI7DayRR       | 61.666      | 6         | 0.000          |
| dK_Investasi    | dInflasi        | 64.585      | 6         | 0.000          |
| dK_Investasi    | dK_Modal_Kerja  | 35.956      | 6         | 0.000          |
| dK_Investasi    | dIHSG           | 47.867      | 6         | 0.000          |
| dK_Investasi    | dDPK            | 65.509      | 6         | 0.000          |
| dK_Investasi    | ALL             | 169.400     | 30        | 0.000          |
| dK_Modal_Kerja  | dBI7DayRR       | 14.532      | 6         | 0.024          |
| dK_Modal_Kerja  | dInflasi        | 16.827      | 6         | 0.010          |
| dK_Modal_Kerja  | dK_Investasi    | 14.594      | 6         | 0.024          |
| dK_Modal_Kerja  | dIHSG           | 10.915      | 6         | 0.091          |
| dK_Modal_Kerja  | dDPK            | 18.336      | 6         | 0.005          |
| dK_Modal_Kerja  | ALL             | 64.255      | 30        | 0.000          |
| dIHSG           | dBI7DayRR       | 56.133      | 6         | 0.000          |
| dIHSG           | dInflasi        | 51.330      | 6         | 0.000          |
| dIHSG           | dK_Investasi    | 57.835      | 6         | 0.000          |
| dIHSG           | dK_Modal_Kerja  | 75.471      | 6         | 0.000          |
| dIHSG           | dDPK            | 71.536      | 6         | 0.000          |
| dIHSG           | ALL             | 205.770     | 30        | 0.000          |
| dDPK            | dBI7DayRR       | 17.674      | 6         | 0.007          |
| dDPK            | dInflasi        | 30.169      | 6         | 0.000          |
| dDPK            | dK_Investasi    | 67.804      | 6         | 0.000          |
| dDPK            | dK_Modal_Kerja  | 27.134      | 6         | 0.000          |
| dDPK            | dIHSG           | 41.150      | 6         | 0.000          |
| dDPK            | ALL             | 222.130     | 30        | 0.000          |

Sumber: Data diolah, 2021

**Tabel 6.** Hasil Uji Kointegrasi Johansen

| Maximum Rank | Parms | Ll       | Eigenvalue | Trace Statistics | Critical Value |
|--------------|-------|----------|------------|------------------|----------------|
| 0            | 186   | -2121.4  | .          | 213.2279         | 94.15          |
| 1            | 197   | -2066.01 | 0.87635    | 102.4437         | 68.52          |
| 2            | 206   | -2044.16 | 0.56166    | 58.7315          | 47.21          |
| 3            | 213   | -2031.92 | 0.36977    | 34.2634          | 29.68          |
| 4            | 218   | -2023.39 | 0.2752     | 17.2047          | 15.41          |
| 5            | 221   | -2016.17 | 0.23862    | 2.7557*          | 3.76           |
| 6            | 222   | -2014.79 | 0.05067    |                  |                |

Sumber: Data diolah, 2021

**Tabel 6.** Hasil Pengujian Model VECM

| Beta           | Coef.    | Std.Error | Z       | P-Value | Lower    | Upper    |
|----------------|----------|-----------|---------|---------|----------|----------|
| _cel           |          |           |         |         |          |          |
| dInflasi       | 1.0000   | .         | .       | .       | .        | .        |
| dBI7DayRR      | -24.4500 | 4.0890    | -5.9800 | 0.0000  | -32.4644 | -16.4357 |
| dK_Investasi   | 0.0006   | 0.0001    | 7.2700  | 0.0000  | 0.0004   | 0.0007   |
| dK_Modal_Kerja | 0.0000   | 0.0000    | -1.9900 | 0.0470  | -0.0001  | 0.0000   |
| dIHSG          | 0.0467   | 0.0048    | 9.7300  | 0.0000  | 0.0373   | 0.0562   |
| dDPK           | 0.0001   | 0.0000    | 6.3100  | 0.0000  | 0.0001   | 0.0002   |
| _cons          | -13.8304 | .         | .       | .       | .        | .        |

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil uji kausalitas Granger pada Tabel 5 menunjukkan bahwa variabel inflasi dalam penelitian dipengaruhi oleh variabel BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan juga DPK. Kemudian, BI7DayRR dipengaruhi oleh Inflasi, IHSG, dan DPK secara short term dilihat dari nilai p-value yang kurang dari  $\alpha$  (5%). Kredit investasi dalam penelitian ini juga ditemukan dipengaruhi oleh kelima variabel lainnya yaitu BI7DayRR, inflasi, kredit modal kerja, IHSG dan juga DPK. Kredit modal kerja dalam penelitian ini secara short term dipengaruhi oleh BI7DayRR, inflasi, kredit investasi, dan juga DPK. Tabel 5.5 juga menunjukkan bahwa IHSG dipengaruhi oleh variabel lainnya meliputi BI7DayRR, inflasi, kredit modal kerja, kredit investasi, dan DPK. DPK dalam penelitian ini juga ditemukan dipengaruhi oleh BI7DayRR, inflasi, kredit modal kerja, kredit investasi, dan IHSG pada

short term. Setelah dilakukan pengujian short term effect kemudian dilakukan pengujian long term run effect. Pengujian long term dilakukan dengan melakukan pemilihan model VAR dan VECM terlebih dahulu. Pemilihan model VAR atau VECM dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji Kointegrasi Johansen. Apabila ditemukan adanya kointegrasi jangka pada tiap lag dalam model time series maka model VECM akan digunakan begitu juga sebaliknya.

Hasil kointegrasi Johansen pada Tabel 6 menunjukkan nilai Trace statistic yang signifikan pada  $\alpha$  (5%). Nilai Critical value didapatkan lebih dari nilai Z-table pada  $\alpha = 5\%$  yaitu 1.964. Hasil uji Kointegrasi Johansen mengungkap adanya kointegrasi antar variabel penelitian sehingga model VECM merupakan model time series yang tepat untuk digunakan memodelkan data

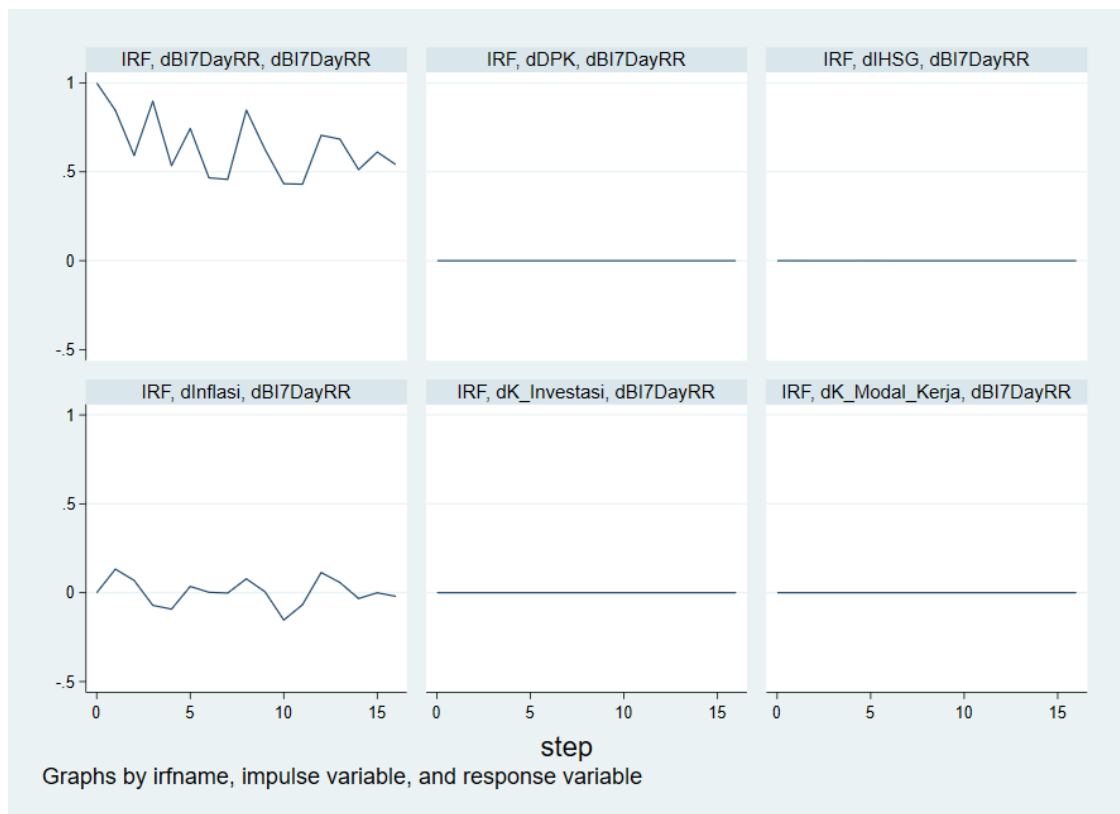


penelitian. Pengujian model VECM kemudian dilakukan dengan menggunakan inflasi sebagai variabel respon. Model VECM mengungkap hubungan long term antar variabel respon dengan variabel lain dalam penelitian.

Tabel 7 menunjukkan hasil pemodelan serta koefisien beta pada tiap variabel. Model VECM dalam penelitian ini menjadikan inflasi sebagai respon variabel sehingga dalam penelitian ini akan diketahui bagaimana pengaruh BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan juga DPK secara jangka panjang terhadap inflasi. Nilai p-value pada variabel BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan juga DPK lebih kecil dari  $\alpha$  (5%) sehingga dapat disimpulkan bahwa BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan DPK secara jangka panjang berpengaruh signifikan terhadap inflasi. Hasil pemodelan VECM kemudian

digunakan untuk melakukan estimasi pada Impulse Response Function (IRF). IRF menunjukkan bagaimana dampak shock variabel impulse terhadap variabel respon. Variabel impulse dalam penelitian ini antara lain adalah BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan DPK sedangkan variabel respon adalah inflasi.

Hasil visualisasi IRF pada Gambar 1 menunjukkan bahwa shock pada IHSG, DPK, Kredit investasi, dan kredit modal kerja tidak berdampak pada BI7DayRR. Sementara itu shock inflasi dalam penelitian ini mengakibatkan adanya respon yang signifikan pada BI7DayRR. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya shock atau guncangan pada inflasi akan mengakibatkan respon BI7DayRR yang bertujuan untuk mengurangi dampak yang ditimbulkan oleh inflasi pada variabel lainnya.



**Gambar 1.** Visualisasi IRF Pada Model Penelitian  
Sumber: data sekunder diolah, 2021

### *Pembahasan*

Dari hasil penelitian di atas maka variabel BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan DPK berpengaruh signifikan terhadap inflasi secara jangka panjang. Dalam penelitian (Ishioro, 2013) yang berjudul “Monetary Transmission Mechanism in Nigeria: A Causality Test” merekomendasikan bahwa pertukaran saluran suku bunga dan suku bunga harus membentuk dasar fundamental untuk penargetan inflasi di Nigeria dan disimpulkan bahwa saluran suku bunga dan saluran nilai tukar merupakan saluran transmisi kebijakan moneter yang efektif di Nigeria. Penelitian yang dilakukan (Can et al., 2020) dengan judul “How Does the Monetary Transmission Mechanism Work? Evidence from Turkey” juga mendukung bahwa alat kebijakan utama bank sentral yaitu suku bunga dan nilai tukar nominal merupakan penentu output dan tingkat inflasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Mayo et al., (2014) bahwa kredit investasi paling efektif dalam menjelaskan inflasi daripada sektor yang lain. Hal ini disebabkan adanya peningkatan konsumsi dan impor barang sehingga para produsen melakukan investasi agar dapat melakukan ekspansi usaha dan tidak bergantung pada impor. Dengan produsen melakukan investasi guna ekspansi kegiatan usaha maka akan menimbulkan peningkatan permintaan dan sasaran akhir dapat menyebabkan inflasi membengkak. Pada penelitian Efendi (2019) yang berjudul “Efektivitas Kebijakan Makroprudensial Terhadap Stabilitas Sistem Keuangan di Indonesia” mengungkapkan kebijakan makroprudensial tidak hanya berimplikasi pada lembaga keuangan tetapi juga pada sistem keuangan yakni pasar uang, stabilitas korporasi, permintaan rumah tangga, dan infrastruktur sistem keuangan.

Selanjutnya, dalam penelitian (Bjørnland & Jacobsen, 2013) yang berjudul “House

Prices and Stock Prices: Different Roles in the US Monetary Transmission Mechanism” mengungkapkan bahwa guncangan kebijakan moneter kontraktif, harga saham langsung turun, sementara respons harga rumah lebih bertahap. Akibatnya, harga rumah berkontribusi lebih dari harga saham terhadap fluktuasi produk domestik bruto dan inflasi. Penelitian tersebut bertolak belakang dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa IHSG mempengaruhi inflasi secara signifikan. Penelitian ini didukung oleh penelitian (Astuti & Hastuti, 2020) berjudul “Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia” yang mengungkapkan bahwa kebijakan moneter melalui suku bunga dan harga aset sudah efektif.

Penelitian dalam Roeroe et al., (2020) menemukan bahwa BI rate berpengaruh positif dan signifikan terhadap inflasi. Hal ini dapat dijelaskan ketika jumlah uang beredar berkurang di masyarakat secara agregat maka kenaikan inflasi akan tertekan dengan semestinya. Peran perbankan pada kondisi seperti ini sangat diperlukan untuk memberikan keseimbangan aktivitas ekonomi yang tidak berpihak pada produsen dan konsumen. Selanjutnya, pada penelitian Opriyanti & Wilantari (2017) menunjukkan suku bunga SBI dan jumlah uang beredar mempengaruhi inflasi dikarenakan pola konsumsi turut berperan dalam kenaikan inflasi. Penyaluran kredit masih memiliki kontribusi terhadap inflasi hal ini karena berimplikasi terhadap kenaikan jumlah uang beredar yang dapat menimbulkan pola pola baru dalam konsumsi masyarakat pada umumnya. Dimana dari penyaluran kredit yang diterima maka permintaan akan barang dan jasa juga akan bergairah karena masyarakat mendapatkan dana segar dari kredit yang diperoleh. Kemudian dari permintaan barang dan jasa tersebut masyarakat dapat membelanjakan baik untuk modal kerja, investasi, maupun konsumsi.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### *Kesimpulan*

Dalam penelitian ini, peneliti menunjukkan bahwa variabel BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan DPK berpengaruh signifikan terhadap inflasi secara jangka panjang. Dalam hal ini menunjukkan pentingnya peran Bank Indonesia sebagai otoritas moneter untuk menjaga stabilitas inflasi melalui instrumen jalur kredit dan jalur harga aset. Dimana dalam masa pandemi covid-19 ketidakpastian menjadi hal yang pasti sehingga perilaku masyarakat dan perusahaan tidak dapat diprediksi dikarenakan tidak adanya kebijakan yang tepat dalam menanggulangi covid-19. Jalur kredit dan jalur harga aset merupakan jalur yang paling terdampak dengan adanya covid-19 di Indonesia. Untuk menjalankan efektivitas kebijakan moneter, perlunya dukungan dari pihak perbankan dan otoritas jasa keuangan dalam menyalurkan kredit dan pengelolaan deposit secara prudent dan akuntabel.

### *Saran*

Bank Indonesia diharapkan mampu mengontrol dan mengevaluasi suku bunga kredit dan pemerintah menjaga kondisi daya beli di sektor riil dalam upaya mencapai keberhasilan efektivitas transmisi kebijakan moneter. Sektor perbankan dalam peran intermediasi harus memantau suku bunga yang ditentukan oleh Bank Indonesia agar menghindari terjadinya asymmetric information. Dukungan lain juga pada pasar modal sebagai sumber alternatif pendanaan perusahaan untuk mengurangi ketergantungan pada sektor perbankan. Pasar modal harus dioptimalkan dikarenakan sangat berhubungan dengan kegiatan di sektor riil dan investasi. Pentingnya koordinasi antara pemerintah dengan otoritas moneter, dalam hal menjaga inflasi tidak

hanya dipengaruhi dari kebijakan moneter tetapi dapat bersumber dari administered prices dan supply constraint.

Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu belum menunjukkan variabel jenis aset seperti harga obligasi, minyak dunia, dan properti dalam mempengaruhi inflasi. Diharapkan peneliti selanjutnya mampu menjelaskan variabel harga obligasi, minyak dunia, dan properti dalam mempengaruhi inflasi untuk mengembangkan penelitian ini. Selain itu untuk mengetahui time lag dari perubahan harga obligasi, minyak dunia, dan properti untuk merespon dari suatu kebijakan otoritas moneter. Agar kebijakan moneter yang ditetapkan berjalan sesuai yang diharapkan perlu memotret seluruh variabel makroekonomi untuk mengidentifikasi permasalahan yang ada.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abou, E.-S. M. S. (2014). Testing the relationship between money supply and GDP in Bahrain. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, II(5), 1–16.
- Astuti, R. D., & Hastuti, S. R. B. (2020). Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia. *JEQu*, 10(1), 1–22.
- Bjørnland, H. C., & Jacobsen, D. H. (2013). House Prices and Stock Prices: Different Roles in the US Monetary Transmission Mechanism. *Scandinavian Journal of Economics*, 115(4), 1084–1106. <https://doi.org/10.1111/sjoe.12031>
- Bonomo, M., & Martins, B. (2016). The Impact of Government-Driven Loans in the Monetary Transmission Mechanism: what can we learn from firm-level data? 30. <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps419.pdf>

- Can, U., Bocuoglu, M. E., & Can, Z. G. (2020). How does the monetary transmission mechanism work? Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 20(4), 375–382. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.05.004>
- Chaudhry, I. S., Qamber, Y., & Farooq, F. (2012). Monetary policy, inflation and economic growth in Pakistan: exploring the co-integration and causality relationships. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 6(2), 332–347.
- Efendi, B. (2019). Efektivitas Kebijakan Makroprudensial Terhadap Stabilitas Sistem Keuangan Di Indonesia. *JURNAL Kajian Ekonomi Dan Kebijakan Publik*, 4(2), 72–78.
- Fan, Y., & Jianzhou, T. (2011). Studying on the monetary transmission mechanism in China in the presence of structural changes. *China Finance Review International*, 1(4), 334–357.
- Fungáčová, Z., Nuutilainen, R., & Weill, L. (2016). Reserve requirements and the bank lending channel in China. In *Journal of Macroeconomics* (Vol. 50). <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2016.08.007>
- Hafidh, A. A. (2021). Responses of Islamic banking variables to monetary policy shocks in Indonesia. *Islamic Economic Studies*, 28(2), 174–190. <https://doi.org/10.1108/IES-11-2020-0049>
- Hussain, M., Bashir, U., & Bilal, A. R. (2020). Effect of monetary policy on bank risk: does market structure matter? *International Journal of Emerging Markets*, 16(4), 696–725. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-09-2019-0674>
- Ishioro, B. O. (2013). Monetary transmission mechanism in Nigeria: A causality test. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 4(13), 377–388. <https://doi.org/10.5901/mjss.2013.v4n13p377>
- Liu, X. Z. S. (2016). Research on the Transmission Mechanism between the Money Market Interest Rates and the Capital Market Interest Rates. *China Finance Review International*, 6(2).
- Mahara, T. S. (2020). Money Supply-Economic Growth Nexus: Evidence from a Landlocked Country. *Quest Journal of Management and Social Sciences*, 2(1), 106–115. <https://doi.org/10.3126/qjmss.v2i1.29026>
- Marshal, I. (2016). The link between money supply and economic growth in Nigeria: an econometric investigation. *International Journal of Economics and Business Management*, 2, 42–51.
- Mayo, R., Maskie, G., & Pratomo, D. S. (2014). Efektivitas Jalur Kredit dalam Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 18(1), 152–160.
- Michael, A., Owusu Oppong, E., & Gulnabat, O. (2020). Effects of Monetary Policy on Economic Growth; Evidence from Five (5) African Countries (Mauritius, Nigeria, South Africa, Namibia and Kenya) from 1980 to 2019. *Scholars Journal of Economics, Business and Management*, 7(9), 293–298. <https://doi.org/10.36347/sjebm.2020.v07i09.002>
- Opriyanti, R., & Wilantari, R. N. (2017). Analisis Efektivitas Kebijakan Moneter Dan Kebijakan Fiskal Dalam Mengatasi Inflasi Di Indonesia. *Media Trend*, 12(2), 184–198. <https://doi.org/10.21107/mediatrend.v12i2.2942>

- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., & Bahmani, S. (2015). Causal nexus between economic growth, inflation, and stock market development: The case of OECD countries. *Global Finance Journal*, 27, 98–111. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2015.04.006>
- Roeroe, S., Kumaat, R., & Mandej, D. (2020). Efektivitas Penerapan Inflation Targeting Framework Terhadap Tingkat Inflasi Di Indonesia. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 20(03), 94–106. <https://doi.org/10.37932/j.e.v10i2.105>
- Sun, L., Ford, J. L., & Dickinson, D. G. (2010). Bank loans and the effects of monetary policy in China: VAR/VECM approach. *China Economic Review*, 21(1), 65–97. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2009.11.002>
- Warjiyo, P., & Juhro, S. (2017). *Kebijakan Bank Sentral Teori dan Praktek* (1st ed.). Rajawali Pers.
- Wulandari, R. (2012). Do Credit Channel and Interest Rate Channel Play Important Role in Monetary Transmission Mechanism in Indonesia?: A Structural Vector Autoregression Model. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 557–563. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.165>