

---

**ANALISIS TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER MELALUI JALUR HARGA  
ASET DAN EKSPEKTASI INFLASI DI INDONESIA**

**Rifqa Pratiwi Balqish<sup>1</sup>, Ahmad Albar Tanjung<sup>2</sup>, Irsad Lubis<sup>3</sup>**  
Universitas Sumatera Utara  
Email: rifqabalqish25@gmail.com, alb4rt4njung@gmail.com,  
irsyadhusin@yahoo.co.id

---

**Diterima:**

25 Juni 2022

**Direvisi:**

5 Juli 2022

**Disetujui:**

11 Juli 2022

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter dengan melihat jumlah tenggat waktu yang dibutuhkan mencapai sasaran akhir inflasi dengan menggunakan jalur harga aset dan ekspektasi inflasi. Selain itu, penelitian ini bertujuan mengetahui jalur manakah yang paling efektif dalam mewujudkan sasaran akhir inflasi. Penelitian ini menggunakan regresi model *Structural Vector Autoregression* (SVAR) dalam mengestimasi pengaruh mekanisme transmisi kebijakan moneter terhadap inflasi melalui jalur harga aset dan jalur ekspektasi inflasi dan juga melihat jumlah tenggat waktu yang dibutuhkan untuk mencapai sasaran akhir inflasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder dengan rentan waktu kuartalan dari tahun 2010 sampai dengan 2021. Data sekunder yang digunakan bersumber dari laporan tahunan yang dipublikasi resmi dari situs Bank Indonesia, Biro Pusat Statistik dan Kementerian Investasi/BKPM. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset memerlukan tenggat waktu 6 (enam) kuartal dalam mencapai sasaran akhir inflasi. Sedangkan efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur ekspektasi inflasi memerlukan tenggat waktu 4 (empat) kuartal dalam mencapai sasaran akhir inflasi. Hasil penelitian juga menunjukkan jalur ekspektasi inflasi lebih efektif dibandingkan dengan jalur harga aset dalam mewujudkan sasaran akhir inflasi.

**Kata kunci:** Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter, Inflasi, Structural Vector Autoregression (SVAR)

**Abstract**

*This study aims to determine the effectiveness of the monetary policy transmission mechanism by looking at the number of deadlines needed to achieve the final inflation target using the asset price and inflation expectations path. In addition, this study aims to determine which path is the most effective in realizing the final inflation target. This study uses the Structural Vector Autoregression (SVAR) regression model in estimating the effect of the monetary policy transmission mechanism on inflation through the asset price channel and the inflation expectation path and also looks at the number of deadlines needed to achieve the final inflation target. The data used in this study is secondary data with a quarterly period from 2010 to 2021. The secondary data used is sourced from the annual reports published officially from the websites of Bank Indonesia, the Central Bureau of Statistics and the Ministry of Investment/BKPM. The results of this study indicate that the effectiveness of the monetary policy transmission mechanism through the asset price channel requires a deadline of 6 (six) quarters to achieve the final inflation target. Meanwhile, the effectiveness of the monetary policy transmission mechanism through the inflation expectation channel requires a deadline of 4 (four) quarters to achieve the final inflation target. The*

*results also show that the inflation expectation path is more effective than the asset price path in realizing the final inflation target.*

**Keywords:** *Mechanism of Monetary Policy Transmission, Inflation, Structural Vector Autoregression (SVAR).*

## Pendahuluan

Pandemi *COVID-19* tidak hanya berdampak pada kesehatan masyarakat, tetapi juga memengaruhi kondisi perekonomian, pendidikan, dan kehidupan sosial masyarakat Indonesia (Nurkholis, 2020). Menurunnya berbagai aktivitas ini berdampak pada kondisi sosial-ekonomi masyarakat, khususnya masyarakat rentan dan miskin. Oleh sebab itu, Indonesia perlu melakukan kebijakan moneter *modern* yang lebih proaktif untuk menopang keterbatasan ruang fiskal dan menciptakan likuiditas yang diperlukan untuk sektor *riil* agar bisa dilakukannya pembenahan atau restrukturisasi terhadap pinjaman di perbankan nasional (WALUJAN, 2020). Keterbatasan ruang fiskal dan moneter mengakibatkan sangat diperlukannya ketersediaan dana atau likuiditas baru untuk penanganan kesiapan sarana kesehatan, jaring pengaman sosial, pemulihan daya beli (*demand side*), dan pemulihan sisi produksi (*supply side*). Negara-negara lain sudah melakukan penyikapan fiskal untuk stimulus penanganan *COVID-19* di level sekitar 10 persen atau lebih terhadap PDB-nya (Radianto, 2020).

Pelonggaran kuantitatif adalah kebijakan moneter non-konvensional yang dipakai bank sentral untuk mencegah penurunan suplai uang ketika kebijakan moneter standar mulai tidak efektif (Soelistyo, 2015). Bank sentral memberlakukan pelonggaran kuantitatif dengan membeli aset keuangan dalam jumlah tertentu dari bank komersial dan institusi swasta lainnya, sehingga meningkatkan basis moneternya. Pelonggaran kuantitatif kemudian bisa diterapkan oleh otoritas moneter untuk menstimulasi ekonomi dengan membeli aset-aset berjangka panjang dari pada obligasi pemerintah jangka pendek, sehingga menurunkan suku bunga jangka panjang sampai keluar kurva imbal hasil, yaitu representasi visual dari tingkat bunga obligasi yang dipetakan pada grafik untuk menentukan keadaan masa depan sekuritas *treasury* dan aspek ekonomi lainnya. Pelonggaran kuantitatif menaikkan harga aset keuangan yang dibeli yang kemudian menurunkan imbalnya (Pradana & Najamudin, 2014). Pelonggaran kuantitatif dapat digunakan untuk menjamin bahwa inflasi tidak sampai berada di bawah target.

Penargetan inflasi (*inflation targeting*) menjadi sasaran kebijakan moneter disebabkan oleh krisis keuangan dan moneter yang dimulai sejak tahun 1997 yang telah membawa banyak perubahan, salah satunya terjadi perubahan pada strategi kebijakan moneter yang memiliki tugas dalam pencapaian target stabilitas harga (Panjaitan & Wardoyo, 2017).. Inflasi dianggap sangat sesuai untuk menjadi sasaran strategi oleh Bank Indonesia karena hal ini dapat dijelaskan secara teoritis dalam jangka panjang, bahwa peningkatan jumlah uang beredar akan mempengaruhi peningkatan harga (Warjiyo, 2017) (Rezeki & Mahalli, 2015).

Dalam rangka mencapai tujuan inflasi yang stabil maka kebijakan moneter memiliki kerangka kerja operasional berupa transmisi kebijakan moneter. Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan proses dari kebijakan moneter yang dilakukan oleh bank sentral yang mempengaruhi kegiatan ekonomi dan keuangan hingga pada akhirnya mencapai sasaran akhir, yaitu stabilitas harga dan pertumbuhan ekonomi (Taylor et al., 2020). Mekanisme kebijakan moneter melibatkan interaksi antara bank sentral, sektor keuangan, pelaku ekonomi, kebijakan pemerintah dan otoritas lainnya. Mekanisme transmisi kebijakan moneter ini bekerja memerlukan lamanya tenggat waktu (*time lag*) sejak ditetapkan kebijakan. Setiap jalur yang ada pada transmisi kebijakan moneter memiliki *time lag* yang bisa berbeda dengan yang lain.

Selanjutnya, peran pasar modal dalam pembiayaan investasi pada beberapa dasawarsa belakangan ini memang mengalami peningkatan yang signifikan. Krisis perbankan yang terjadi di beberapa negara, termasuk Indonesia pada waktu krisis ekonomi di Asia, membuktikan bahwa ketergantungan terhadap perbankan menyulitkan pemulihan ekonomi negara tersebut pasca krisis. Banyak diantara negara berkembang (*emerging countries*) yang mencoba mengurangi ketergantungan tersebut dengan mendorong pengembangan pasar modal, sehingga peran pasar modal dalam perekonomian menjadi penting.

Kebijakan moneter melalui jalur harga aset dimulai apabila bank sentral menginginkan kebijakan moneter ekspansif maka akan terjadi penurunan BI *rate* (Apsari, 2019). Selanjutnya penurunan BI *rate* akan berdampak terhadap penurunan suku bunga PUAB dan akan direspon positif oleh harga aset yang mana dalam penelitian ini digunakan data Indeks Harga Gabungan (IHSG). Selanjutnya, Peningkatan harga saham mendorong peningkatan investasi oleh perusahaan karena nilai pasar perusahaan yang meningkat. Pada akhirnya, pengaruh harga aset pada investasi *riil* akan meningkatkan permintaan agregat dan penawaran agregat bagi rumah tangga dan dunia usaha sehingga membentuk suatu aktivitas ekonomi yang menuju pencapaian sektor *rill* dalam bentuk produk domestik bruto serta inflasi. Kebijakan moneter melalui jalur harga aset juga masih memiliki peran kuat dalam mencapai target inflasi terutama pengaruhnya terhadap aktivitas perekonomian melalui perkembangan sektor perbankan dan keuangan yang semakin pesat.

Pada penelitian ini digunakan kebijakan moneter melalui jalur harga aset dimulai dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2021, yang mana pada tahun 2020 dan 2021 terdapat wabah *covid-19* yang juga berdampak pada Negara Indonesia. Penelitian mengenai kebijakan moneter melalui jalur harga aset dan ekspektasi inflasi juga sudah pernah dilakukan sebelumnya, seperti penelitian yang dilakukan oleh (Saputra, 2017) menyatakan bahwa peran harga aset di India dalam jangka menengah dominan memiliki kandungan informasi yang penting sehubungan dengan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi.

Hasil penelitian dari (RISMAYANTI, 2021) juga sependapat bahwa efek kekayaan dari harga ekuitas dan harga properti dapat meningkatkan kekayaan rumah tangga walaupun dampaknya masih kecil, namun ke depannya harga aset diharapkan mampu berperan aktif dalam menjaga kestabilan inflasi. Namun, penelitian yang dilakukan oleh (Aryawati, Widiaty, SEI, SE, & Anwar, 2022) diperoleh informasi bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset di Indonesia belum menunjukkan berjalannya transmisi kebijakan moneter secara efektif. Selanjutnya studi mengenai bekerjanya transmisi moneter melalui saluran harga aset dilakukan oleh (Sulistyorini, 2022) studi ini diarahkan untuk menyelidiki apakah saluran harga aset bekerja di Indonesia. Secara keseluruhan, studi ini menyimpulkan kurang kuatnya bukti yang menunjukkan pentingnya harga saham dalam mentransmisikan kebijakan moneter di Indonesia ke sektor riil. Dari beberapa bukti empiris tersebut terlihat masih adanya perdebatan dengan efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset, namun dalam perkembangannya bahwa nilai agregasi dari IHSG sebagai salah satu indikator harga aset di Indonesia mengalami peningkatan yang luar biasa dalam kurun waktu lima belas tahun terakhir. Dalam penelitian ini, peneliti juga tertarik menggunakan mekanisme transmisi kebijakan moneter pada jalur ekspektasi inflasi periode 2010 hingga 2021 dengan permasalahan-permasalahan pada negara berkembang seperti Indonesia, karena penelitian ini diharapkan dapat melihat bahwa kredibilitas atas kebijakan moneter merupakan suatu faktor yang penting dalam menciptakan stabilitas lingkungan ekonomi makro, kemampuannya dalam meningkatkan efektivitas kebijakan moneter, dan merangsang investasi dalam perekonomian.



Kreditabilitas kebijakan inilah yang menimbulkan adanya ekspektasi terhadap kondisi perekonomian kedepannya khususnya ekspektasi terhadap inflasi di periode selanjutnya. Lebih jelasnya, ekspektasi memberikan pengaruh perilaku ekonomi dalam pengambilan keputusan atas konsumsi dan investasi yang pada akhirnya mendorong permintaan agregat dan inflasi. Dengan kata lain, ekspektasi inflasi akan cenderung mendekati target inflasi bila mekanisme transmisi kebijakan moneter berjalan dengan baik.

Penelitian mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran ekspektasi yang pernah dilakukan di Indonesia adalah penelitian yang dilakukan (Purba et al., 2021). Penelitiannya menggunakan variabel inflasi, suku bunga SBI, *output gap*, ekspektasi inflasi dan kurs. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran ekspektasi inflasi efektif mewujudkan sasaran akhir kebijakan moneter tetapi dalam mewujudkannya membutuhkan waktu 12 triwulan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter dengan melihat jumlah tenggat waktu yang dibutuhkan mencapai sasaran akhir inflasi dengan menggunakan jalur harga aset dan ekspektasi inflasi. Selain itu, penelitian ini bertujuan mengetahui jalur manakah yang paling efektif dalam mewujudkan sasaran akhir inflasi.

### Metode Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah penelitian deskriptif dengan metode penelitian kuantitatif. Dalam Penelitian ini peneliti menggunakan data sekunder dengan jenis data runtun waktu (*time series*) selama kurun waktu (2010–2021) dalam bentuk kuartal di Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari beberapa sumber website resmi dari Bank Indonesia, BPS, Kementerian Investasi/BKPM serta berbagai situs website yang mendukung. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data BI rate, suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB), Indeks Harga Saham gabungan (IHSG), Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) berdasarkan pengeluaran konsumsi rumah tangga, ekspektasi inflasi, *output gap*, dan inflasi di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data *time series* yang merupakan data runtun waktu yang dikumpulkan dari waktu ke waktu terhadap satu individu/objek. Data yang diambil dalam penelitian ini merupakan data Indonesia yang dimulai dari kuartal pertama 2010 sampai dengan kuartal keempat 2021.

Berdasarkan jenis data yang digunakan pada penelitian ini yaitu data sekunder, maka metode pengumpulan data yang dilakukan adalah metode dokumentasi. Pada penelitian ini menggunakan Microsoft Office Excel 2007 dan Stata 14 untuk pengolahan data dan pengujian hipotesis. Pengolahan dan perhitungan data sekunder untuk variabel-variabel akan diolah dan dihitung dengan menggunakan Microsoft Office Excel 2007. Sementara pengolahan data sekunder untuk menguji hipotesis menggunakan Stata 14 yang menggunakan model ekonometrika, yaitu SVAR (*Structural Vector Autoregression*).

### Hasil dan Pembahasan

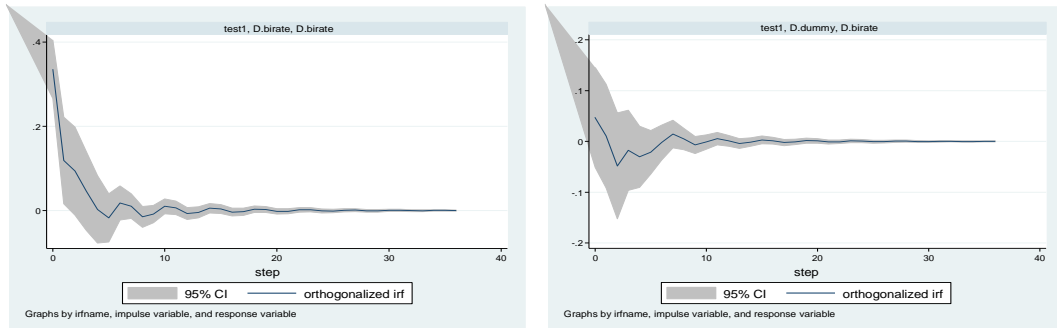
#### Hasil Analisis *Structural Impulse Response Function* (IRF)

Analisis *structural impulse response function* (SIRF) digunakan untuk mengetahui perilaku dinamis dari model SVAR. Analisis IRF digunakan untuk mengetahui berapa lama waktu yang dibutuhkan variabel dependen dalam merespon perubahan variabel independen yang pada akhirnya akan mengembalikan pada titik keseimbangan sebelum terjadi *shock*. Fungsi respon terhadap *shock* berfungsi untuk melihat respon dinamika setiap variabel apabila ada suatu guncangan tertentu. Respon inilah yang menunjukkan adanya pengaruh dari suatu *shock* variabel dependen terhadap variabel independen.

#### Hasil *Structural Impulse Response Function* (IRF) Jalur Harga Aset

Berikut gambar *structural impulse response function* (IRF) pada variabel transmisi kebijakan moneter jalur harga aset:

**1. Response BI rate Terhadap Impulse BI rate dan COVID-19**



Gambar 8

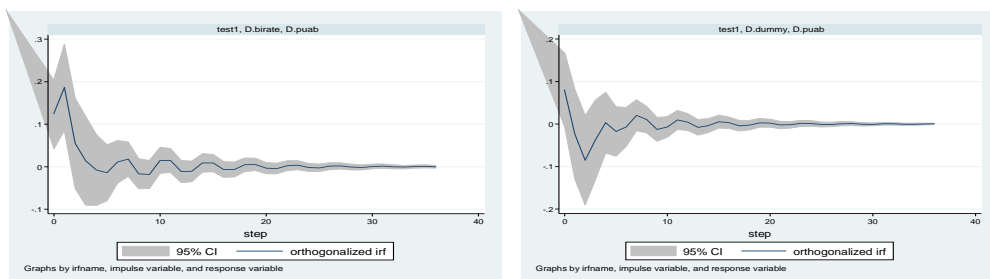
Hasil Response BI rate Terhadap Impulse BI rate dan COVID-19

Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14,

Respon BI rate (dbirate) terhadap guncangan (*shock*) variabel BI rate (dbirate) sendiri pada periode awal hingga periode kelima mengalami penurunan yang tajam, pada periode keenam dan ketujuh mengalami sedikit kenaikan dan periode kedelapan turun kembali, lalu pada periode kedua puluh *shock* mulai hilang dan variabel BI rate akan stabil kembali atau mengalami konvergen mulai dari periode kedua puluh.

Selanjutnya BI rate (dbirate) merespon guncangan (*shock*) variabel COVID-19 (ddummy) pada periode pertama sampai periode ketiga mengalami penurunan, pada periode keempat sampai periode kesembilan mengalami kenaikan, lalu pada periode kesepuluh mengalami sedikit penurunan kembali. *Shock* COVID-19 hilang pada periode kedua belas dan variabel BI rate kembali stabil atau mengalami konvergen.

**2. Response PUAB Terhadap Impulse BI rate dan COVID-19**



Gambar 9

Hasil Response PUAB Terhadap Impulse BI rate dan COVID-19

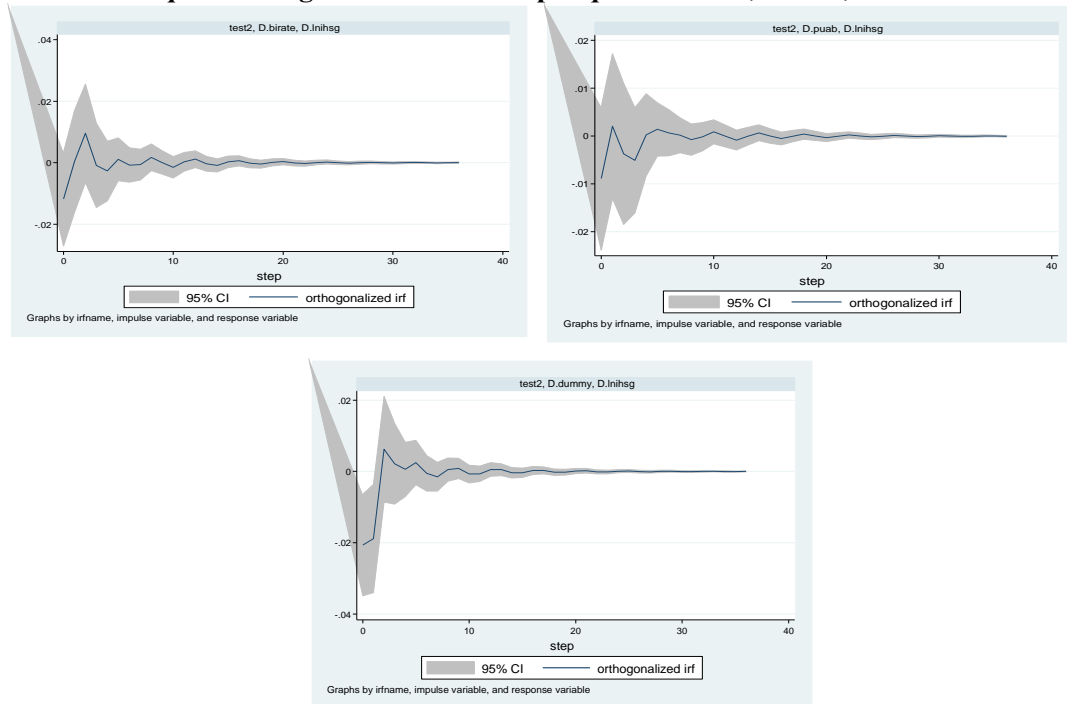
Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14

Guncangan (*shock*) BI rate (dbirate) menyebabkan suku bunga PUAB (dpuab) merespon naik dan positif pada periode pertama dan mulai turun pada periode kedua sampai periode ketiga, pada periode keempat kembali mengalami kenaikan. *shock* mulai hilang pada periode kedua puluh dan suku bunga PUAB (dpuab) kembali stabil. Respon suku bunga PUAB yang naik disebabkan karena kenaikan BI rate yang mengakibatkan kenaikan suku bunga perbankan.

Selanjutnya suku bunga PUAB (dpuab) merespon guncangan (*shock*) variabel COVID-19 (ddummy) pada periode pertama sampai periode kedua merespon menurun dan menuju negatif, pada periode ketiga dan keempat mengalami kenaikan, lalu turun kembali

pada periode kelima dan naik pada periode keenam. Pada periode kesembilan belas *shock* hilang dan variabel PUAB kembali stabil dan mengalami konvergensi.

**1. Response Harga Saham Terhadap Impulse Bi rate, PUAB, dan COVID-19**



Gambar 10

Hasil Response Harga Saham Terhadap Impulse Bi rate, PUAB, dan COVID-19

Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14

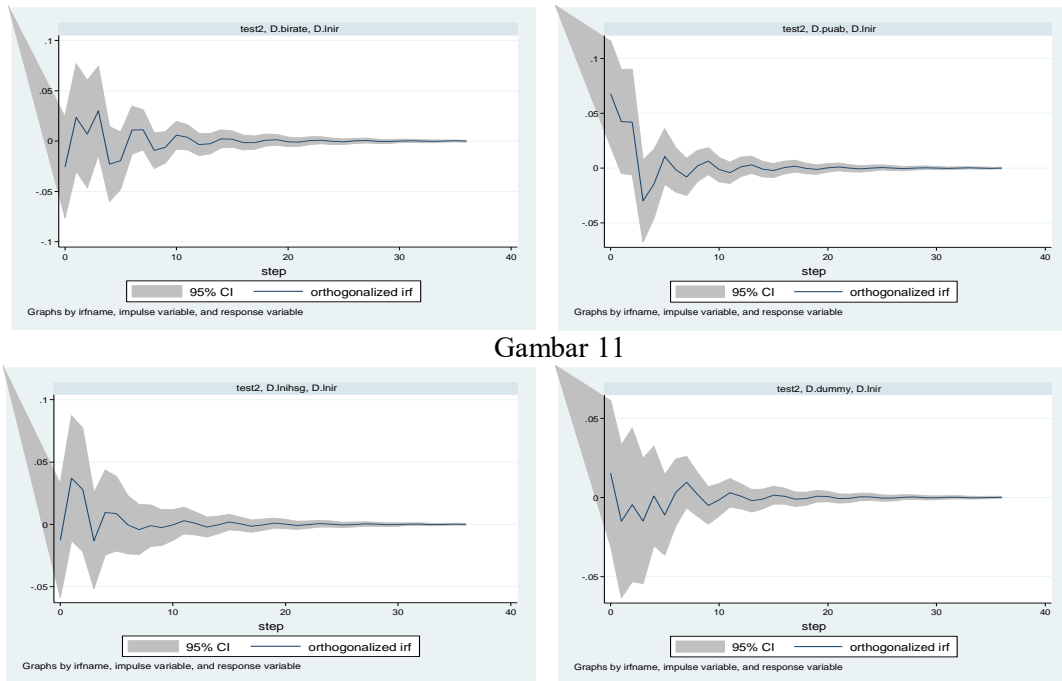
Respon harga saham (dlnihsg) terhadap guncangan (*shock*) BI rate (dbirate) pada periode pertama hingga periode kedua menalami kenaikan yang tajam dan menuju positif, lalu turun pada periode ketiga dan keempat. Pada periode kelima mengalami sedikit kenaikan, kemudian *shock*) BI rate (dbirate) hilang pada periode kesembilan belas dan harga saham (dlnihsg) kembali stabil atau mengalami konvergen. Respon positif tersebut dikarenakan kenaikan BI rate akan menurunkan harga aset saham.

Pada guncangan (*shock*) suku bunga PUAB (dpuab), harga saham (dlnihsg) pada periode pertama dan periode kedua merespon naik tajam dan menuju positif, lalu sedikit mengalami penurunan pada periode ketiga sampai periode keempat, selanjutnya pada periode kelima kembali mengalami kenaikan. Pada periode kesembilan belas *shock* PUAB mulai hilang dan harga saham kembali stabil atau konvergen.

Selanjutnya respon harga saham (dlnihsg) terhadap guncangan (*shock*) variabel COVID-19 (ddummy) mengalami kenaikan pada periode pertama dan periode kedua naik



2. **Response Investasi Riil Terhadap Impulse Bi rate, PUAB, Harga Saham, dan COVID-19**



Gambar 11

Hasil *Response Investasi Riil Terhadap Impulse Bi rate, PUAB, Harga Saham, dan COVID-19*

Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14,

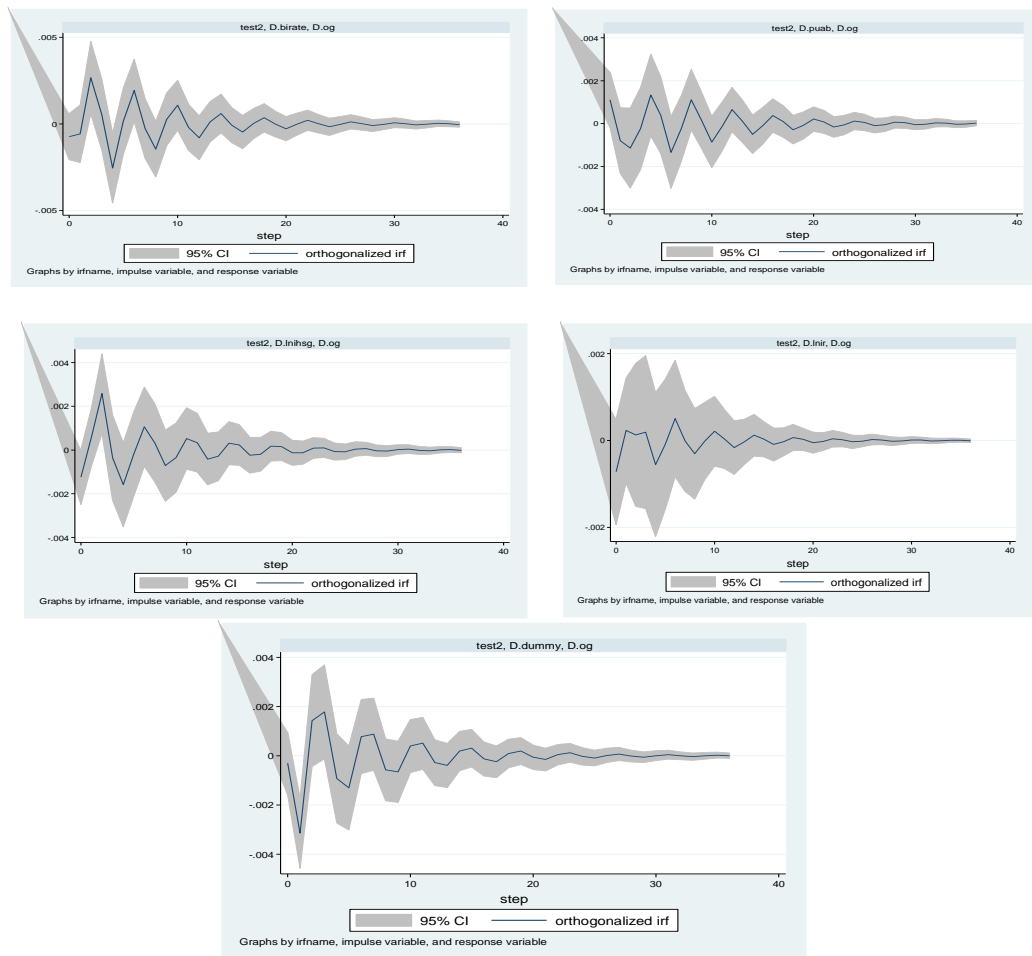
Respon investasi *riil* (dlnir) terhadap guncangan (*shock*) BI rate (dbirate) pada periode pertama mengalami kenaikan positif, selanjutnya turun pada periode kedua dan naik kembali pada periode ketiga. Pada periode keempat kembali mengalami penurunan yang tajam. Pada periode kedua puluh *shock* BI rate hilang dan variabel investasi *riil* (dlnir) kembali stabil atau mengalami konvergen.

Variabel investasi *riil* (dlnir) merespon turun pada periode pertama sampai periode ketiga terhadap guncangan (*shock*) suku bunga PUAB (dpuab), lalu naik pada periode keempat dan kelima, kemudian pada periode keenam dan ketujuh sedikit menurun kembali dan pada periode kedua puluh *shock* PUAB mulai hilang dan variabel investasi *riil* (dlnir) kembali stabil atau mengalami konvergen.

Guncangan (*shock*) harga saham (dlnihsg) mengakibatkan investasi *riil* (dlnir) merespon naik tajam menuju positif pada periode pertama dan turun pada periode kedua dan ketiga. Pada periode keempat kembali mengalami kenaikan, dan pada periode kelima turun kembali sampai periode kesepuluh. Pada periode kesembilan belas *shock* harga saham hilang dan variabel investasi *riil* (dlnir) kembali stabil atau mengalami konvergen.

Selanjutnya pada guncangan (*shock*) COVID-19 (ddummy), variabel investasi *riil* (dlnir) merespon turun tajam menuju negatif dan naik pada periode kedua, kemudian turun kembali pada periode ketiga. Pada periode kedua puluh *shock* dari COVID-19 hilang dan variabel investasi *riil* kembali stabil atau mengalami konvergen.

5. **Response Output Gap Terhadap Impulse BI rate, PUAB, Harga Saham, Investasi Riil, dan COVID-19**



Gambar 12

Hasil *Response Output Gap* Terhadap *Impulse BI rate*, PUAB, Harga Saham, Investasi Riil, dan *COVID-19*

Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14

Respon *output gap* (dog) terhadap guncangan (*shock*) BI rate (dbirate) pada periode pertama dan kedua mengalami kenaikan. Pada periode ketiga dan keempat mengalami penurunan yang tajam. Selanjutnya *shock* semakin berkurang dan hilang pada periode ketiga puluh dan *output gap* (dog) kembali stabil atau mengalami konvergen.

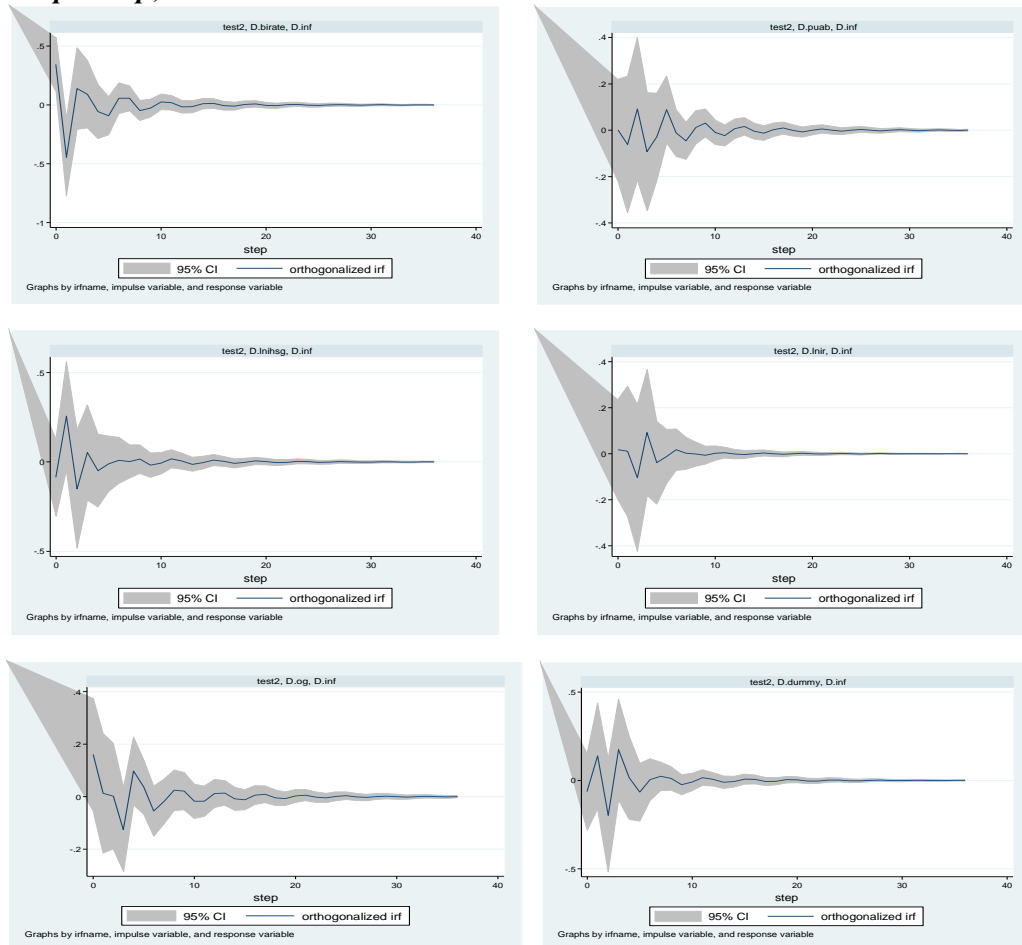
Variabel *output gap* (dog) merespon turun pada guncangan (*shock*) suku bunga PUAB (dpuab) pada periode pertama dan kedua, lalu pada periode ketiga dan keempat mulai naik dan kembali turun pada periode kelima sampai periode keenam. Selanjutnya *shock* PUAB semakin berkurang dan hilang pada periode ketiga puluh dan *output gap* (dog) kembali stabil atau mengalami konvergen.

Respon *output gap* (dog) terhadap guncangan (*shock*) harga saham (dlnihsg) pada periode pertama dan kedua mengalami kenaikan, lalu pada periode ketiga dan keempat mengalami penurunan dan *shock* harga saham semakin berkurang dan hilang pada periode ketiga puluh dan *output gap* (dog) kembali stabil atau mengalami konvergen.

Selanjutnya pada guncangan (*shock*) variabel investasi riil (dlnir), variabel *output gap* (dog) merespon naik pada periode pertama dan menurun pada periode kedua sampai periode keempat, lalu pada periode kelima kembali mengalami kenaikan. *Shock* investasi riil semakin berkurang dan hilang pada periode ketiga puluh dan *output gap* (dog) kembali

stabil atau mengalami konvergen. Guncangan (*shock*) variabel *COVID-19* (ddummy) dalam merespon variabel *output gap* (dog) pada periode pertama mengalami penurunan dan naik tajam pada periode kedua sampai periode ketiga, lalu periode keempat sampai periode kelima turun kembali dan pada periode keenam kembali naik. Selanjutnya *shock COVID-19* semakin berkurang dan hilang pada periode ketiga puluh dan *output gap* (dog) kembali stabil atau mengalami konvergen.

**6. Response Inflasi Terhadap Impulse BI rate, PUAB, Harga Saham, Investasi Riil, Output Gap, dan COVID-19**



Gambar 13

Hasil *Response Inflasi Terhadap Impulse BI rate, PUAB, Harga Saham, Investasi Riil, Output Gap dan COVID-19*

Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14,

Respon inflasi (dinf) terhadap guncangan (*shock*) *BI rate* (dbirate) pada periode pertama mengalami penurunan yang tajam menuju negatif dan naik pada periode kedua. Pada periode ketiga sampai kelima kembali mengalami penurunan dan naik kembali pada periode keenam. Pada periode kesembilan belas *shock* dari *BI rate* hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

Variabel inflasi (dinf) merespon turun pada periode pertama dan merespon naik



pada periode kedua terhadap guncangan (*shock*) PUAB. Pada periode ketiga kembali turun dan naik pada periode keempat sampai periode kelima. Pada periode kedua puluh *shock* dari PUAB hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

Variabel inflasi (*dinf*) merespon naik pada periode pertama dan merespon turun pada periode kedua terhadap guncangan (*shock*) harga saham. Selanjutnya pada periode ketiga kembali naik sampai periode kesepuluh. Pada periode kedelapan belas *shock* dari harga saham hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

Selanjutnya pada guncangan (*shock*) variabel investasi *riil* (*dlrir*), variabel inflasi (*dinf*) merespon turun pada periode pertama dan periode kedua, lalu pada periode ketiga mengalami kenaikan dan turun kembali pada periode keempat. Pada periode kesebelas *shock* investasi *riil* hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

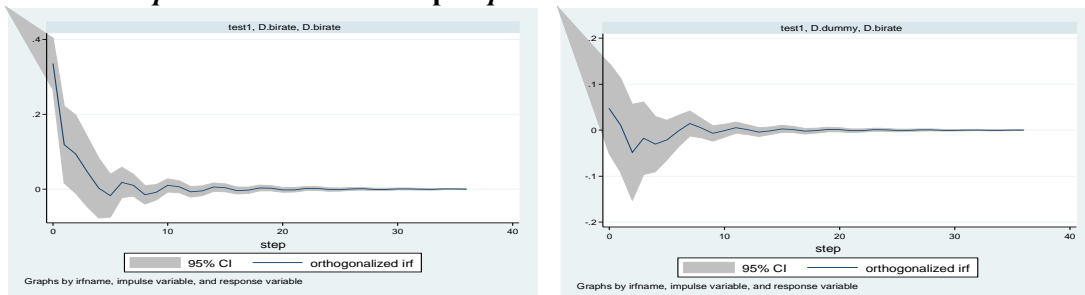
Pada guncangan (*shock*) variabel *output gap* (*dog*), variabel inflasi (*dinf*) merespon turun pada periode pertama sampai periode ketiga dan naik pada periode keempat, selanjutnya pada periode kelima dan keenam kembali mengalami penurunan. Pada periode kedua puluh tiga *shock output gap* hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

Kemudian variabel inflasi (*dinf*) merespon naik pada periode pertama terhadap guncangan (*shock*) variabel *COVID-19* (*ddummy*) dan pada periode kedua mengalami penurunan. Pada periode ketiga kembali mengalami kenaikan dan turun pada periode keempat dan periode kelima. Pada periode kedelapan belas *shock COVID-19* hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

### Hasil *Structural Impulse Response Function* (IRF) Jalur Ekspektasi Inflasi

Berikut gambar *structural impulse response function* (SIRF) pada variabel transmisi kebijakan moneter jalur ekpektasi inflasi:

#### 1. *Response BI rate Terhadap Impulse BI rate dan COVID-19*



Gambar 14

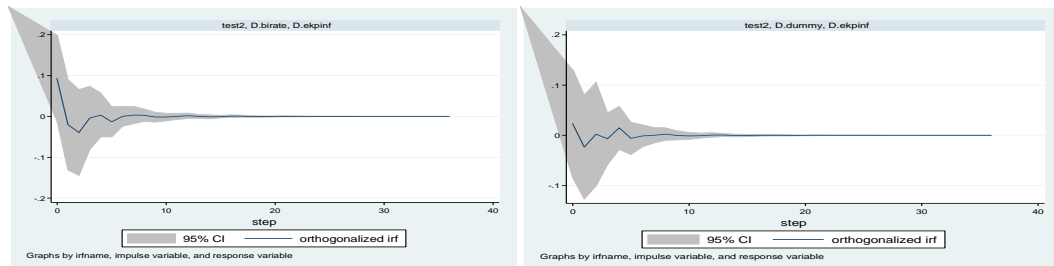
Hasil *Response BI rate Terhadap Impulse BI rate dan COVID-19*

Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14

Respon *BI rate* (*dbirate*) terhadap guncangan (*shock*) variabel *BI rate* (*dbirate*) sendiri pada periode awal hingga periode kelima mengalami penurunan yang tajam, pada periode keenam dan ketujuh mengalami sedikit kenaikan dan periode kedelapan turun kembali, lalu pada periode kedua puluh *shock* mulai hilang dan variabel *BI rate* akan stabil kembali atau mengalami konvergen mulai dari periode kedua puluh.

Selanjutnya *BI rate* (*dbirate*) merespon guncangan (*shock*) variabel *COVID-19* (*ddummy*) pada periode pertama sampai periode ketiga mengalami penurunan, pada periode keempat sampai periode kesembilan mengalami kenaikan, lalu pada periode kesepuluh mengalami sedikit penurunan kembali. *Shock COVID-19* hilang pada periode kedua belas dan variabel *BI rate* kembali stabil atau mengalami konvergen.

## 2. *Response Ekspektasi Inflasi Terhadap Impulse BI rate dan COVID-19*



Gambar 15

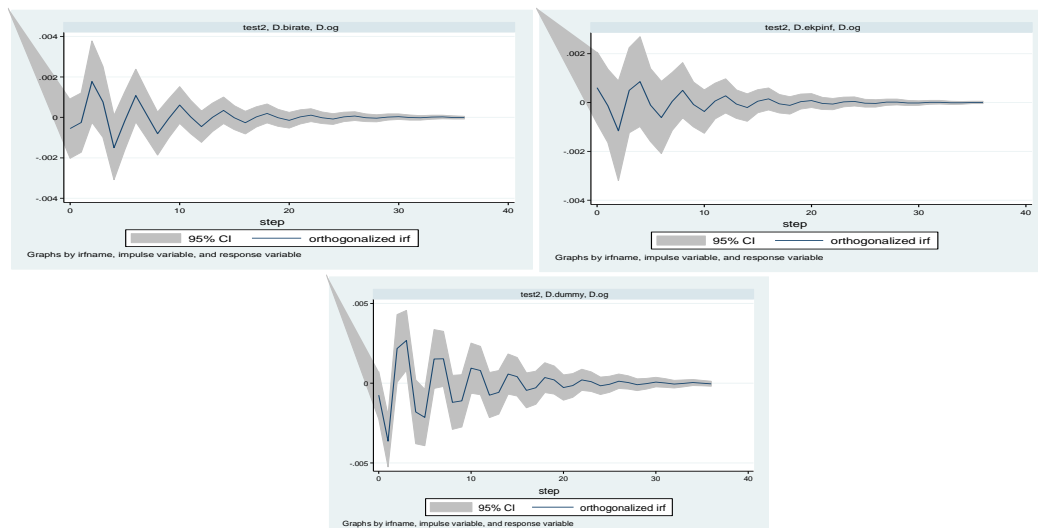
Hasil *Response Ekspektasi Inflasi Terhadap Impulse BI rate dan COVID-19*

Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14

Respon ekspektasi inflasi (depinf) terhadap guncangan (*shock*) variabel *BI rate* (dbirate) pada periode awal hingga periode kedua mengalami penurunan ke arah negatif, lalu pada periode ketiga dan keempat mengalami kenaikan. Selanjutnya pada periode kelima kembali mengalami sedikit penurunan dan naik pada periode keenam. *Shock BI rate* mulai hilang pada periode kesepuluh dan variabel ekspektasi inflasi (depinf) kembali stabil atau mengalami konvergen.

Respon ekspektasi inflasi (depinf) terhadap guncangan (*shock*) variabel *COVID-19* (ddummy) pada periode awal mengalami penurunan ke arah positif dan pada periode kedua mengalami kenaikan, lalu pada periode ketiga mengalami penurunan kembali dan pada periode keempat sedikit mengalami kenaikan. Pada periode keenam *shock COVID-19* mulai hilang dan variabel ekspektasi inflasi (depinf) kembali stabil atau mengalami konvergen.

## 3. *Response Output Gap Terhadap Impulse BI rate, Ekspektasi Inflasi, dan COVID-19*



Gambar 16

Hasil *Response Output Gap Terhadap Impulse BI rate, Ekspektasi Inflasi, dan COVID-19*

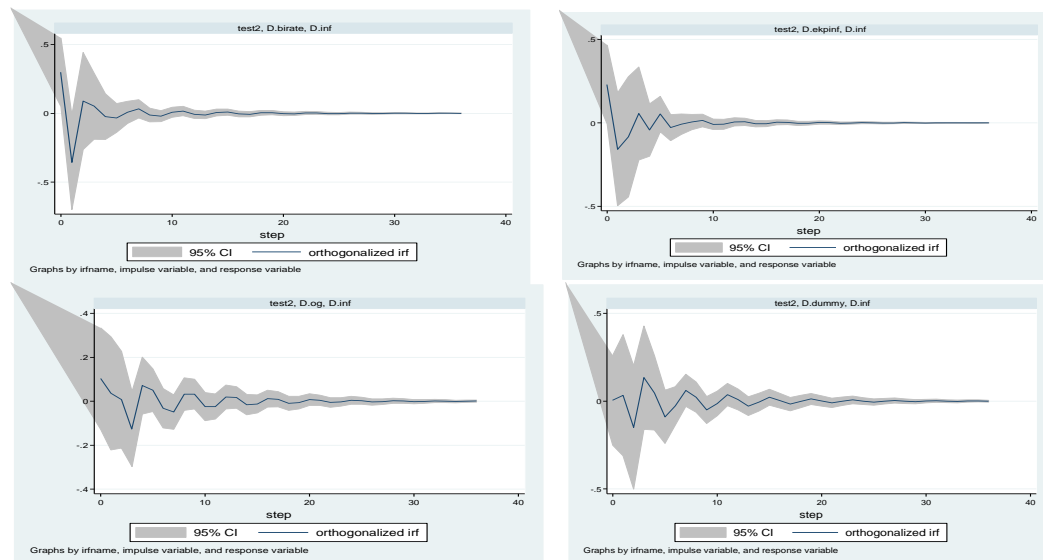
Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14

Respon *output gap* (dog) terhadap guncangan (*shock*) variabel *BI rate* (dbirate) pada periode pertama dan periode kedua mengalami kenaikan yang tajam dan positif. Pada periode ketiga sampai periode keempat *output gap* (dog) mengalami penurunan. Pada periode kelima dan keenam naik kembali, selanjutnya pada periode ketujuh dan kedelapan

kembali mengalami penurunan. Pada periode ketiga puluh *shock* BI rate mulai hilang dan variabel *output gap* (dog) kembali stabil atau mengalami konvergen.

Pada guncangan (*shock*) variabel ekspektasi inflasi (dekpinf), *output gap* (dog) merespon penurunan pada periode pertama dan kedua. Pada periode ketiga dan keempat mengalami kenaikan, lalu turun kembali pada periode kelima dan keenam. Pada periode ketujuh dan kedelapan *output gap* (dog) mengalami kenaikan kembali dan pada periode kesembilan dan kesepuluh mengalami penurunan. Pada periode kedua puluh tiga *shock* ekspektasi inflasi mulai hilang dan variabel *output gap* (dog) kembali stabil atau mengalami konvergen. Selanjutnya respon *output gap* (dog) terhadap guncangan (*shock*) variabel COVID-19 (ddummy) pada periode pertama mengalami penurunan dan pada periode kedua dan ketiga mengalami kenaikan. Pada periode keempat dan kelima *output gap* (dog) mengalami penurunan dan pada periode keenam kembali mengalami kenaikan. Pada periode ketiga puluh *shock* COVID-19 mulai hilang dan variabel *output gap* (dog) kembali stabil atau mengalami konvergen.

#### 4. Response Inflasi Terhadap Impulse BI rate, Ekspektasi Inflasi, Output Gap, dan COVID-19



Gambar 17

Hasil *Response* Inflasi Terhadap *Impulse* BI rate, COVID-19, Ekspektasi Inflasi, *Output Gap*, dan COVID-19

Sumber: Hasil Olahan Data STATA 14, Lampiran 7

Respon inflasi (dinf) terhadap guncangan (*shock*) BI rate (dbirate) pada periode pertama mengalami penurunan dan naik pada periode kedua. Pada periode ketiga sampai periode kelima mengalami penurunan kembali, lalu pada periode keenam dan ketujuh naik kembali. Pada periode ketujuh belas *shock* BI rate mulai hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

Respon inflasi (dinf) terhadap guncangan (*shock*) variabel ekspektasi inflasi (dekpinf) pada periode pertama mengalami penurunan yang tajam ke arah negatif dan pada periode kedua sampai periode ketiga mengalami kenaikan. Pada periode keempat mengalami penurunan dan periode kelima mengalami kenaikan, lalu pada periode keenam kembali turun dan pada periode kedua puluh *shock* ekspektasi inflasi mulai hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.



Selanjutnya respon inflasi (*dinf*) terhadap guncangan (*shock*) variabel *output gap* (*dog*) pada periode pertama sampai periode ketiga mengalami penurunan dan naik pada periode keempat. Pada periode kelima sampai periode ketujuh kembali mengalami penurunan, lalu pada periode kedelapan kembali naik. Pada periode kedua puluh dua *shock output gap* mulai hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

Guncangan (*shock*) variabel *COVID-19* (*ddummy*) terhadap variabel inflasi (*dinf*) pada periode pertama sedikit mengalami kenaikan yang positif dan turun pada periode kedua. Pada periode ketiga mengalami kenaikan dan turun kembali pada periode keempat sampai periode kelima. Pada periode kedua puluh lima *shock COVID-19* mulai hilang dan variabel inflasi kembali stabil atau mengalami konvergen.

### **Hasil Analisis Structural Variance Decomposition**

Analisis *structural variance decomposition* digunakan untuk menyusun *forecast error variance* suatu variabel, seberapa besar *error variance* suatu variabel dijelaskan oleh *shock* yang berasal dari variabel itu sendiri maupun dari variabel lain. Semakin besar proporsi suatu variabel dalam menjelaskan *error variance*, maka semakin besar peran variabel tersebut bagi variabel yang lainnya dalam sistem.

### **Hasil Structural Variance Decomposition Jalur Harga Aset**

Berikut merupakan hasil dari *structural variance decomposition* pada masing-masing perubahan variabel dari transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset yang mana dibagi menjadi tiga periode waktu, yaitu jangka pendek (periode 1 sampai periode 12), jangka menengah (periode 13 sampai periode 24), dan jangka panjang (periode 25 sampai periode 36):

#### **1. Variance Decomposition Response BI rate terhadap Impulse BI rate dan COVID-19**

Kontribusi *BI rate* terhadap variabel *BI rate* itu sendiri pada jangka pendek periode pertama sebesar 98,05% dan selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19*, selanjutnya kontribusi *BI rate* terhadap variabilitas *BI rate* semakin menurun pada jangka menengah dan jangka panjang, dimana pada periode ketiga puluh enam kontribusi *BI rate* hanya sebesar 80,58% dan masih dominan dalam mempengaruhi variabel *BI rate* itu sendiri. Kontribusi *COVID-19* terhadap variabel *BI rate* pada jangka pendek periode pertama sebesar 1,94%. Selanjutnya kontribusi *COVID-19* terhadap variabilitas *BI rate* semakin meningkat pada jangka menengah dan jangka panjang dan mulai stabil pada periode keempat belas yaitu kontribusinya sebesar 3,88%.

#### **2. Variance Decomposition Response PUAB terhadap Impulse BI rate dan COVID-19**

Kontribusi *BI rate* terhadap variabel PUAB pada jangka pendek periode pertama sebesar 16,58% selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19* dan variabel PUAB itu sendiri. Selanjutnya naik tajam pada periode kedua menjadi 34,48% dan pada periode keempat mulai turun dan stabil pada periode keenam belas dengan kontribusi sebesar 28,57%. Kemudian kontribusi *COVID-19* terhadap variabel PUAB pada jangka pendek periode pertama sebesar 7,12% dan menurun pada periode kedua menjadi sebesar 4,96%. Pada periode kesembilan mulai kembali stabil dengan kontribusi sebesar 8,83%.

#### **3. Variance Decomposition Response Harga Saham terhadap Impulse BI rate, PUAB, dan COVID-19**

Pada jangka pendek periode pertama kontribusi *BI rate* terhadap harga saham sebesar 2,66% selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19*, PUAB, dan harga saham itu sendiri, lalu menurun pada periode kedua menjadi 2,41%, kemudian pada periode ketiga kontribusinya naik menjadi sebesar 4,45%. Selanjutnya pada periode kesembilan belas kontribusinya mulai stabil menjadi sebesar 4,77%. Kontribusi suku bunga PUAB terhadap harga saham pada jangka pendek periode pertama sebesar 0,53%. Pada periode kedua naik menjadi 1,62%, lalu kontribusinya terus naik sampai periode kedua belas menjadi 3,08% dan mulai stabil pada periode kedua puluh lima menjadi sebesar 3,14%

Selanjutnya kontribusi variabel *COVID-19* terhadap harga saham pada jangka pendek periode pertama sebesar 19,83%, lalu naik pada periode kedua dan ketiga menjadi 25,31%. Pada periode keempat dan kelima mulai turun kembali menjadi 24,89%. Pada periode kedua puluh satu kontribusi *COVID-19* mulai stabil menjadi sebesar 24,83%.

#### **4. Variance Decomposition Response Investasi Riil terhadap Impulse BI rate, PUAB, Harga Saham, dan COVID-19**

Pada jangka pendek periode pertama kontribusi *BI rate* terhadap investasi *riil* sebesar 2,87% selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19*, PUAB, harga saham, dan investasi *riil* itu sendiri. Kontribusi *BI rate* terus meningkat sampai pada periode kedua belas mencapai 8,28%. Selanjutnya pada periode kedua puluh lima kontribusinya mulai stabil menjadi 8,34%. Kemudian kontribusi suku bunga PUAB terhadap investasi *riil* pada jangka pendek periode pertama sebesar 12,85% dan meningkat pada periode kedua menjadi 16,46% dan periode ketiga menjadi 19,34%. Pada periode keenam belas kontribusi PUAB mulai stabil menjadi sebesar 19,47%. Kontribusi harga saham terhadap investasi *riil* pada periode pertama sebesar 0,52% dan naik tajam pada periode kedua menjadi 4,27%. Pada periode ketiga kontribusi harga saham mulai stabil menjadi sebesar 5,82%. Selanjutnya kontribusi *COVID-19* terhadap investasi *riil* pada periode pertama sebesar 2,37% dan menurun pada periode kedua dan periode ketiga menjadi 1,92%. Pada periode keempat kontribusinya mulai naik menjadi 2,46% dan mulai stabil pada periode kedua belas menjadi sebesar 2,90%.

#### **5. Variance Decomposition Response Output Gap terhadap Impulse BI rate, PUAB, COVID-19, Harga Saham, dan Investasi Riil**

Variabel *output gap* dalam merespon kontribusi variabel *BI rate* pada jangka pendek periode pertama sebesar 2,42% selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19*, PUAB, harga saham, investasi *riil*, dan *output gap* itu sendiri. Kontribusi *BI rate* menurun pada periode kedua menjadi 1,55%. Pada periode ketiga kontribusinya naik tajam menjadi sebesar 11,29% sampai pada periode kesepuluh menjadi 17,78%. Pada periode kembilan belas kontribusinya mulai stabil menjadi sebesar 18,62%. Kontribusi yang diberikan oleh variabel PUAB terhadap variabel *output gap* pada jangka pendek periode pertama sebesar 6,27% dan turun pada periode kedua menjadi 3,92%. Pada periode ketiga kontribusinya mulai naik menjadi 5,72% sampai periode ke delapan belas menjadi 11,05%. Pada period kesembilan belas kontribusi PUAB mulai stabil menjadi 11,10%. Kemudian kontribusi yang diberikan oleh variabel harga saham terhadap variabel *output gap* pada jangka pendek periode pertama sebesar 7,13% dan turun pada periode kedua menjadi 5,61%. Pada periode ketiga naik tajam menjadi 14,38% dan turun kembali pada periode selanjutnya sampai pada periode kesepuluh menjadi 12,55%. Pada periode kesebelas kontribusi harga saham mulai stabil menjadi sebesar 12,42%.

Pada jangka pendek periode pertama *output gap* merespon kontribusi investasi *riil* sebesar 2,44% dan menurun sampai pada periode keempat menjadi 0,96%. Pada periode kelima kontribusinya naik kembali menjadi 1,12% sampai pada periode kesembilan menjadi 1,29%. Pada periode kesepuluh kontribusi investasi *riil* mulai stabil menjadi 1,23%. Selanjutnya kontribusi *COVID-19* terhadap investasi *riil* pada periode pertama sangat kecil hanya sebesar 0,08% dan naik dengan tajam pada periode kedua menjadi 32,09%, lalu turun pada periode berikutnya sampai pada periode kedua puluh enam menjadi 18,20%. Pada periode kedua puluh tujuh kontribusi *COVID-19* mulai stabil menjadi 18,19%.

#### **6. Variance Decomposition Response Inflasi terhadap Impulse BI rate, PUAB, COVID-19, Harga Saham, Investasi Riil, dan Output Gap**

Variabel inflasi dalam merespon kontribusi variabel *BI rate* pada jangka pendek periode pertama sebesar 17,79% selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19*,

PUAB, harga saham, investasi *riil*, *output gap*, dan inflasi itu sendiri. Kontribusi *BI rate* naik pada periode kedua menjadi 23,64%. Pada periode ketiga mulai menurun menjadi 21,96%. Pada periode ketiga belas kontribusinya mulai stabil menjadi 21,29%.

Kontribusi suku bunga PUAB terhadap inflasi pada periode pertama sangat kecil hanya sebesar 0,03% dan naik pada periode kedua sampai pada periode kedua puluh tiga menjadi 3,39%. Pada periode ke dua puluh empat kontribusi PUAB mulai stabil menjadi sebesar 3,40%. Selanjutnya kontribusi harga saham terhadap inflasi pada periode pertama sebesar 1,05% dan naik dengan tajam pada periode kedua dan ketiga menjadi 5,23% dan 5,91%. Pada periode keempat kontribusinya mulai menurun menjadi 5,73% dan stabil pada periode keenam belas sebesar 5,70%. Kontribusi investasi *riil* terhadap inflasi pada periode pertama sangat kecil yaitu sebesar 0,04% dan menurun pada periode kedua menjadi 0,03%. Pada periode ketiga dan keempat kontribusinya mulai naik menjadi 0,70% dan 1,16%. Pada periode kelima kontribusi investasi *riil* mulai stabil yaitu sebesar 1,23%. Kontribusi *output gap* terhadap inflasi pada periode pertama sebesar 3,76% dan menurun pada periode kedua sampai periode kedua puluh menjadi 3,24%. Pada periode kedua puluh satu kontribusi *output gap* mulai stabil menjadi sebesar 3,25%. Selanjutnya kontribusi variabel *COVID-19* terhadap inflasi sangat kecil, yaitu hanya sebesar 0,02% dan naik pada periode kedua menjadi 0,24%. Pada periode keempat naik secara tajam 2,99%. Pada periode keempat belas mulai stabil menjadi 3,11%

#### **Hasil *Structural Variance Decomposition* Jalur Ekspektasi Inflasi**

Berikut merupakan hasil dari *structural variance decomposition* pada masing-masing perubahan variabel dari transmisi kebijakan moneter melalui jalur ekspektasi inflasi yang mana dibagi menjadi tiga periode waktu, yaitu jangka pendek (periode 1 sampai periode 12), jangka menengah (periode 13 sampai periode 24), dan jangka panjang (periode 25 sampai periode 36):

##### **1. *Variance Decomposition Response BI rate terhadap Impulse BI rate dan COVID-19***

Kontribusi *BI rate* terhadap variabel *BI rate* itu sendiri pada jangka pendek periode pertama sebesar 98,05% dan selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19*, selanjutnya kontribusi *BI rate* terhadap variabilitas *BI rate* semakin menurun pada jangka menengah dan jangka panjang, dimana pada periode ketiga puluh enam kontribusi *BI rate* hanya sebesar 80,58% dan masih dominan dalam mempengaruhi variabel *BI rate* itu sendiri. Kontribusi *COVID-19* terhadap variabel *BI rate* pada jangka pendek periode pertama sebesar 1,94%. Selanjutnya kontribusi *COVID-19* terhadap variabilitas *BI rate* semakin meningkat pada jangka menengah dan jangka panjang dan mulai stabil pada periode keempat belas yaitu kontribusinya sebesar 3,88%.

##### **2. *Variance Decomposition Response Ekspektasi Inflasi terhadap Impulse BI rate dan COVID-19***

Kontribusi *BI rate* terhadap variabel ekspektasi inflasi pada jangka pendek periode pertama sebesar 6,40% selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19* dan ekspektasi inflasi itu sendiri. Kontribusi *BI rate* menurun pada periode kedua menjadi 5,89%. Pada periode ketiga naik kembali menjadi 6,46%. Kontribusi *BI rate* mulai stabil pada periode kesebelas 6,37%. Selanjutnya kontribusi *COVID-19* terhadap variabel ekspektasi inflasi pada periode pertama sebesar 0,40% dan naik pada periode kedua menjadi 0,70%. Pada periode kesembilan kontribusi *COVID-19* mulai stabil menjadi 0,82%.

##### **3. *Variance Decomposition Response Output Gap terhadap Impulse BI rate, Ekspektasi Inflasi, dan COVID-19***

Pada jangka pendek periode pertama, variabel *BI rate* memberikan kontribusi terhadap variabel *output gap* sebesar 0,18% selebihnya kontribusi berasal dari variabel



*COVID-19*, ekspektasi inflasi, dan *output gap* itu sendiri, lalu naik dengan tajam pada periode kedua menjadi 3,83% sampai pada period eketujuh belas menjadi 12,08%. Pada periode kedelapan belas kontribusi *BI rate* mulai stabil menjadi 12,09%.

Kontribusi ekspektasi inflasi terhadap *output gap* pada periode pertama sebesar 2,90%, lalu pada periode kedua dan ketiga naik menjadi 3,94% dan 4,43%. Pada periode ketujuh belas kontribusi ekspektasi inflasi mulai stabil menjadi 4,75%. Selanjutnya kontribusi *COVID-19* terhadap variabel *output gap* pada periode pertama sebesar 3,80% dan naik dengan tajam pada periode kedua menjadi 8,71%, lalu pada periode ketiga mulai turun menjadi 6,95%. Pada periode ke dua belas kontribusi *COVID-19* mulai stabil menjadi 7,11%.

#### **4. Variance Decomposition Response Inflasi terhadap Impulse BI rate, Ekspektasi Inflasi, Output Gap, dan COVID-19**

Variabel inflasi dalam merespon kontribusi variabel *BI rate* pada jangka pendek periode pertama sebesar 8,87% selebihnya kontribusi berasal dari variabel *COVID-19*, ekspektasi inflasi, *output gap*, dan inflasi itu sendiri. Kontribusi *BI rate* naik pada periode kedua menjadi 10,05%. Pada periode ketiga kontribusinya mulai menurun kembali menjadi 8,88%. Pada periode ketujuh belas kontribusinya mulai stabil menjadi 95,81%. Kontribusi ekspektasi inflasi terhadap inflasi pada periode pertama sebesar 5,77%, lalu menurun kontribusinya pada periode kedua sampai periode keenam menjadi 4,26%. Pada periode ketujuh kontribusi ekspektasi inflasi mulai stabil menjadi sebesar 4,27%.

Kemudian kontribusi variabel *output gap* terhadap variabel inflasi pada jangka pendek periode pertama sebesar 0,50% dan pada periode kedua dan ketiga naik dengan tajam menjadi 4,09% dan 6,28%. Pada periode keempat belas kontribusi *output gap* mulai stabil yaitu sebesar 6,55%. Kontribusi variabel *COVID-19* terhadap variabel inflasi pada periode pertama sebesar  $5.3e-08$ , lalu pada periode kedua menjadi 0,13%. Pada periode kedelapan kontribusi *COVID-19* mulai stabil menjadi sebesar 1,77%.

### **B. Analisis Pembahasan**

#### **1. Efektivitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Harga Aset**

Berdasarkan hasil pengujian *Structural Impulse Response Function* (SIRF) dan *structural variance decomposition* di atas dibutuhkan 1 (satu) kuartal *BI rate* dalam merespon guncangan (*shock*) *BI rate* itu sendiri, kemudian dibutuhkan 1 (satu) kuartal bagi suku bunga PUAB dalam merespon guncangan (*shock*) *BI rate*. Harga saham membutuhkan 1 (satu) kuartal untuk merespon guncangan (*shock*) PUAB. Investasi riil membutuhkan 1 (satu) kuartal untuk merespon guncangan (*shock*) harga saham. *Output gap* membutuhkan 1 (satu) kuartal untuk merespon guncangan (*shock*) investasi riil. Selanjutnya, inflasi membutuhkan 1 (satu) kuartal untuk merespon guncangan (*shock*) *output gap*. Berdasarkan penjumlahan urutan *response* variabel terhadap guncangan (*shock*) variabel sebelumnya yang dimulai dari *BI rate* sampai dengan inflasi adalah 6 (enam) kuartal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian oleh Husnansyah (2016) yang mengatakan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset efektif mewujudkan sasaran akhir kebijakan moneter di Indonesia. Tetapi, *time lag* atau waktu tunda yang dibutuhkan sekitar 9 (sembilan) kuartal dengan data *time series* selama periode 2005 kuartal ketiga sampai 2014 kuartal keempat, yang mana penelitian tersebut juga menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan pada jalur harga aset. Perbedaan hasil *time lag* ini disebabkan adanya perbedaan periode data yang digunakan dalam penelitian dimana penelitian tersebut menggunakan periode 2005 kuartal ketiga sampai 2014 kuartal keempat yang mana pada periode waktu tersebut IHSG masih lebih rendah dibandingkan dengan IHSG pada saat ini.

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan Perry Warjiyo (2004) bahwa pengaruh kebijakan moneter terhadap perkembangan harga aset akan berdampak pada berbagai

aktivitas di sektor *riil* pada permintaan investasi oleh perusahaan. Pengaruh harga aset pada konsumsi dan investasi tersebut akan mempengaruhi pula permintaan agregat dan pada akhirnya akan menentukan tingkat output *riil* dan inflasi dalam ekonomi.

Selanjutnya, hasil penelitian yang dilakukan Sumarsono (2009) yang menunjukkan bahwa kebijakan moneter melalui *BI rate* dapat ditransmisikan melalui jalur harga aset finansial yang berbentuk saham, obligasi dan valuta asing baik mekanisme melalui investasi maupun konsumsi.

## **2. Efektivitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Ekspektasi Inflasi**

Berdasarkan hasil pengujian *Structural Impulse Response Function* (SIRF) dan *Structural variance decomposition* di atas dibutuhkan 1 (satu) kuartal *BI rate* dalam merespon guncangan (*shock*) *BI rate* itu sendiri. Ekspektasi inflasi membutuhkan 1 (satu) kuartal untuk merespon guncangan (*shock*) *BI rate*. *Output gap* membutuhkan 1 (satu) kuartal untuk merespon guncangan (*shock*) ekspektasi inflasi. Selanjutnya, inflasi membutuhkan 1 (satu) kuartal untuk merespon guncangan (*shock*) *output gap*. Berdasarkan perjumlahan urutan *response* variabel terhadap guncangan (*shock*) variabel sebelumnya yang dimulai dari *BI rate* sampai dengan inflasi adalah 4 (empat) kuartal. Hasil ini sejalan dengan penelitian Natsir (2009) yang mengatakan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur ekspektasi inflasi efektif mewujudkan sasaran akhir kebijakan moneter di Indonesia. Tetapi, *time lag* atau waktu tunda yang dibutuhkan sekitar 12 triwulan. Selanjutnya, hasil penelitian yang dilakukan Masniari (2020) yang menunjukkan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran ekspektasi membutuhkan waktu selama 6 (enam) triwulan yang mana penelitian tersebut dilakukan pada periode tahun 2008 triwulan pertama sampai dengan tahun 2018 triwulan keempat, yang mana periode tersebut setelah dimulainya *Inflation Targeting Framework* (ITF) sebagai dasar kerangka kebijakan moneter yang diterapkan di Indonesia.

## **3. Perbandingan Efektivitas Jalur Harga Aset dan Jalur Ekspektasi Inflasi**

Pada bagian ini akan dijelaskan perbandingan efektivitas antara dua jalur mekanisme transmisi kebijakan moneter, yakni jalur jalur harga aset dan ekspektasi inflasi dalam mencapai sasaran akhir kebijakan moneter di Indonesia periode 2010:1-2021:4. Kedua jalur tersebut sama-sama efektif dalam mencapai sasaran akhir kebijakan moneter. Hanya saja, tingkat efektivitas yang dimiliki masing-masing tidaklah sama. Berdasarkan hasil *Structural Impulse Response Function* (SIRF) dan *Structural variance decomposition* dapat diketahui bagaimana proses transmisi moneter dan *time lag* yang diperlukan dalam mencapai sasaran akhir inflasi.

Sebagaimana penjelasan sebelumnya bahwa instrumen kebijakan moneter melalui jalur ekspektasi inflasi membutuhkan tenggat waktu 4 (empat) kuartal untuk mencapai inflasi. Tenggat waktu ini lebih cepat daripada tenggat waktu yang dibutuhkan instrumen kebijakan moneter melalui jalur harga aset dalam mencapai inflasi yaitu 6 (enam) kuartal. Karena instrumen jalur harga aset lebih lama dalam mencapai inflasi, pada akhirnya dapat menyebabkan tingkat inflasi yang ikut tinggi yang tidak dikendalikan ketika instrumen ini digunakan dalam jangka waktu yang terlalu lama.

Kemudian, berdasarkan hasil *Structural variance decomposition* yang telah dijelaskan sebelumnya, bahwa jalur harga aset pada akhir periode pengamatan memberikan kontribusi terhadap perubahan inflasi mencapai 61,98% dengan nilai masing-masing komposisi varian yaitu, *BI rate* sebesar 21,30%, PUAB sebesar 3,40%, harga saham sebesar 5,71%, investasi *riil* sebesar 1,23%, *output gap* sebesar 3,25%, dan *COVID-19* sebesar 3,11%. Sedangkan jalur ekspektasi inflasi pada akhir periode pengamatan memberikan kontribusi terhadap perubahan inflasi mencapai 77,81% dengan nilai masing-masing komposisi varian yaitu, *BI rate* sebesar 9,58%, ekspektasi inflasi sebesar 4,28%, *output gap* sebesar 6,56%, dan *COVID-19* sebesar 1,78%. Berdasarkan hasil *Structural*

*variance decomposition* tersebut menunjukkan bahwa jalur ekspektasi inflasi lebih memberikan kontribusi dalam mengendalikan perubahan inflasi dibandingkan jalur harga aset hingga akhir periode pengamatan.

Berdasarkan informasi yang diperoleh baik dari hasil *Structural Impulse Response Function* maupun hasil *Structural variance decomposition*, maka mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur ekspektasi inflasi memberikan bukti yang kuat bahwa mekanisme ini berjalan lebih efektif dibandingkan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset dalam kerangka kerja kebijakan moneter yang diterapkan Bank Indonesia, yaitu *Inflation Targeting Framework* (ITF). Sejalan dengan keefektifan jalur ekspektasi inflasi dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia, maka jalur ini perlu diperhatikan oleh otoritas moneter. Ekspektasi inflasi lebih efektif dikarenakan ekspektasi inflasi dapat dibentuk diantaranya melalui pengumuman kepada publik mengenai target inflasi yang hendak dicapai dalam beberapa periode ke depan serta kebijakan yang diambil bank sentral dalam pencapaian target tersebut. Kebijakan moneter bersifat *forward looking* terhadap inflasi ke depan, dan hal ini berimplikasi bahwa inflasi yang akan terjadi harus dijaga sesuai dengan target yang telah ditetapkan. Untuk mendukung formulasi kebijakan tersebut diperlukan kemampuan bank sentral untuk menangkap atau memperhitungkan perilaku ekspektasi dan informasi yang akurat dan *reliable* mengenai proyeksi inflasi yang akan datang guna menentukan pilihan, respons kebijakan moneter yang ditempuh, apakah netral ketat atau longgar. Hal ini tentunya memerlukan kredibilitas kebijakan yang tinggi dari bank sentral untuk memberikan komitmen dalam mencapai target inflasi yang rendah dan stabil. Jika bank sentral kredibel maka ekspektasi inflasi agen ekonomi dapat diarahkan mendekati dan menuju target inflasi yang ditetapkan bank sentral. Secara teoritis jika kebijakan moneter sepenuhnya kredibel maka ekspektasi inflasi dan inflasi aktual akan konvergen ke target inflasi, atau tidak ada bias inflasi, sehingga efektivitas kebijakan moneter dapat diupayakan secara optimal (Review Penerapan Inflation Targeting Framework di Indonesia, 2009).

Dalam upaya pencapaian tujuannya, Bank Indonesia menyadari bahwa pencapaian pertumbuhan ekonomi dan pengendalian inflasi perlu diselaraskan untuk mencapai hasil yang optimal dan berkesinambungan dalam jangka panjang. Kemampuan Bank Indonesia untuk mengendalikan inflasi relatif terbatas apabila terdapat kejutan (*shocks*) yang sangat besar, seperti ketika terjadi kenaikan harga BBM di tahun 2005 dan 2008, sehingga menyebabkan adanya lonjakan inflasi. Dengan pertimbangan bahwa laju inflasi juga dipengaruhi oleh faktor yang bersifat kejutan tersebut maka pencapaian sasaran inflasi memerlukan kerjasama dan koordinasi antara Pemerintah dan Bank Indonesia melalui kebijakan makroekonomi yang terintegrasi baik dari kebijakan fiskal, moneter maupun sektoral. Sasaran inflasi tersebut diharapkan dapat menjadi acuan bagi pelaku usaha dan masyarakat dalam melakukan kegiatan ekonominya ke depan, sehingga tingkat inflasi dapat dijaga pada tingkat yang rendah dan stabil. Salah satu upaya pengendalian inflasi menuju inflasi yang rendah dan stabil adalah dengan membentuk dan mengarahkan ekspektasi inflasi masyarakat agar mengacu (*anchor*) pada sasaran inflasi yang telah ditetapkan (Bank Indonesia, 2022).

Kemudian pada jalur harga aset, Bank Indonesia dapat menggunakan kebijakan moneter yang ketat melalui peningkatan suku bunga yang berdampak pada harga aset yang menurun seperti saham dan obligasi, sehingga mengurangi kekayaan individu dan perusahaan yang akan mengurangi kemampuan mereka untuk melakukan kegiatan ekonomi seperti konsumsi dan investasi, sehingga menurunkan tekanan inflasi. Sebaliknya, penurunan suku bunga akan menurunkan suku bunga kredit sehingga permintaan kredit dari perusahaan dan rumah tangga meningkat. Penurunan suku bunga kredit juga



menurunkan biaya modal perusahaan untuk melakukan investasi. Hal ini meningkatkan aktivitas konsumsi dan investasi sehingga mendorong perekonomian. Hal ini juga dikatakan oleh Goeltom, Miranda (2008) efektivitas dalam mempengaruhi *riil* ekonomi dihambat oleh fakta bahwa konsumsi dan investasi tidak responsif terhadap perubahan suku bunga dengan ditunjukkan fenomena dimana orang lebih suka menyimpan kekayaan mereka dalam aset pada saat inflasi lebih tinggi, dan sebaliknya inflasi yang lebih tinggi menyiratkan bahwa lebih menguntungkan untuk memiliki aset daripada tunai atau deposito. Hasil ini sesuai dengan teori ekonomi meningkatkan suku bunga menyiratkan biaya investasi yang lebih tinggi, oleh karena itu menghambat investasi. Sebaliknya, ketika suku bunga kebijakan diturunkan, akan mendorong kegiatan di pasar saham.

Pemerintah juga harus lebih memperhatikan transmisi kebijakan moneter melalui harga aset, karena penelitian yang dilakukan oleh Waiquamdee (2008) dengan periode waktu 1993 – 2001 di Thailand mengatakan bahwa peran harga aset dalam mentransmisikan kebijakan moneter harus diperkuat kedepannya, karena rumah tangga berpartisipasi lebih aktif di pasar aset dan aset merupakan bagian yang tumbuh dari total kekayaan dalam sektor rumah tangga. Namun, penelitian oleh Idris (2002) mengenai saluran harga aset di Indonesia menyimpulkan kurang kuatnya bukti yang menunjukkan pentingnya harga saham dalam mentransmisikan kebijakan moneter di Indonesia ke sektor riil. Meskipun kebijakan moneter dapat mempengaruhi perkembangan harga saham dan besarnya portfolio aset finansial, pengaruh selanjutnya terhadap inflasi tidak terlalu besar. Dengan kata lain, perubahan harga belum mampu menunjukkan pengaruh kekayaan (*wealth effect*) dalam ekonomi. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh masih relatif kecilnya porsi saham dalam portfolio investasi dibandingkan dengan alternatif penanaman lainnya khususnya dalam bentuk simpanan di bank maupun dalam aset properti dan tanah. Hasil survei yang juga dilakukan dalam studi itu menunjukkan bahwa porsi saham hanya sekitar 5% dari portfolio investasi. Pemerintah harus lebih menghimbau masyarakat untuk melek terhadap investasi, seperti menabung saham, karena masyarakat Indonesia pada saat ini cenderung mencari investasi yang aman, walaupun masyarakat Indonesia mau mencoba investasi di pasar modal, namun tetap memegang emas sebagai salah satu jenis investasinya.

### **Kesimpulan**

Berdasarkan dari analisis dan pembahasan yang telah dilakukan pada Bab sebelumnya dapat diambil kesimpulan bahwa efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset di Indonesia dalam mencapai sasaran akhir inflasi memerlukan waktu 6 (enam) kuartal. Efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur ekspektasi inflasi dalam mencapai sasaran akhir inflasi memerlukan waktu 4 (empat) kuartal. Mekanisme transmisi kebijakan moneter jalur ekspektasi inflasi lebih efektif dibandingkan dengan jalur harga aset dalam mewujudkan sasaran akhir inflasi.

### **Bibliography**

- Apsari, Milla. (2019). *Pengaruh Inflasi, Bi Rate Dan Kurs Terhadap Profitabilitas Perbankan Syariah Di Indonesia (Studi Pada Perbankan Syariah Yang Terdaftar Di Bank Indonesia Tahun 2013-2017)*. Universitas Mercu Buana Yogyakarta.
- Aryawati, Ni Putu Ari, Widiaty, M. Si Eny, SEI, M. E., SE, M. M., & Anwar, S. E. M. M. Dr. (2022). *MANAJEMEN UMKM DAN KOPERASI*. Penerbit Tahta Media Group.
- Nurkholis, Nurkholis. (2020). Dampak Pandemi Novel-Corona Virus Disiase (Covid-19) Terhadap Psikologi Dan Pendidikan Serta Kebijakan Pemerintah. *Jurnal PGSD*, 6(1), 39–49.
- Panjaitan, Meita Nova Yanti, & Wardoyo, Wardoyo. (2017). Faktor-faktor yang

- mempengaruhi inflasi di indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis*, 21(3).
- Pradana, Hidayat Wahyu, & Najamudin, Yunan. (2014). Penerapan Psak 68: Pengukuran Nilai Wajar Konvergensi Ifrs Dan Dampaknya Pada Pilihan Kebijakan Akuntansi Pada Perusahaan Manufaktur Dan Properti & Real Estate Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Education*, 2021.
- Purba, Dewi Suryani, Kurniullah, Ardhariksa Zukhruf, Banjarnahor, Astri R., Revida, Erika, Purba, Sukarman, Purba, Pratiwi Bernadetta, Sari, Anggri Puspita, Hasyim, Hasyim, Yanti, Yanti, & Butarbutar, Marisi. (2021). *Manajemen Usaha Kecil dan Menengah*. Yayasan Kita Menulis.
- Radianto, Sambari Halim. (2020). *Gresik Parakarta: Disiplin Peningkatan Penegakan Protokol Kesehatan*. Prenada.
- Rezeki, Ariwan, & Mahalli, Kasyful. (2015). Analisis Ekspektasi Inflasi di Sumatera Utara. *Ekonomi Dan Keuangan*, 1(8).
- Rismayanti, A. Y. U. (2021). *Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Sistem Moneter Konvensional Dan Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Periode 2012-2019*.
- Saputra, Sukarno. (2017). *Analisis Pengaruh Anomali Kalender: Pengujian Ramadan Effect Pada Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Indonesia periode 1430 H-1437 H*. STIE Indonesia Banking School.
- Soelistyo, Aris. (2015). Suatu Pendekatan Moneter Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Pada Perekonomian Terbuka kecil Dengan Kontrol Modal: Studi Kasus Indonesia 2010.1-2014.12. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 13(2), 141–168.
- Sulistiyorini, Sulistiyorini. (2022). Pengaruh Inflasi dan Nilai Tukar terhadap Ekspor Jawa Timur: The Effects of Inflation and Exchange Rates on Exports of East Jawa. *Jurnal Ilmiah Komputasi Dan Statistika*, 1(2), 37–46.
- Taylor, Steven, Landry, Caeleigh A., Paluszek, Michelle M., Fergus, Thomas A., McKay, Dean, & Asmundson, Gordon J. G. (2020). Development and initial validation of the COVID Stress Scales. *Journal of Anxiety Disorders*, 72, 102232.
- Walujan, Talita. (2020). *Pengaruh Faktor Internal Dan Eksternal Terhadap Inflasi Di Indonesia Tahun 2005-2018*. Universitas Hasanuddin.
- Warjiyo, Perry. (2017). *Kebijakan moneter di indonesia* (Vol. 6). Pusat Pendidikan Dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia.



**This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/).**