

ANALISIS EFEKTIVITAS JALUR SUKU BUNGA DALAM MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER DI INDONESIA (PERIODE 2009-2018)

The Analysis of The Effectiveness Interest Rate Channel in a Transmission Mechanism Monetary Policy in Indonesia (Period 2009-2018)

Rastri Paramita

Pusat Kajian Anggaran, Badan Keahlian Dewan Perwakilan Rakyat RI
Email: rastri.paramita@dpr.go.id

Abstract

This research was conducted to determine the effectiveness of the interest rate channel in the mechanism of monetary policy in Indonesia. The variables used are policy rates (r_{SBK}) as monetary policy tool, deposit rates ($r_{Deposit}$), and credit rates (r_{Kredit}) as transmission to the real sector and CPI as a proxy of inflation which is the target of monetary policy. The VECM method is used since the variables are cointegrated but are stationary in the first difference. The results impulse response operational targets respond weakly to changes in monetary policy variables because they require a deadline of 5 periods to be able to influence the CPI. While the result of variance decomposition showed the low strength of the $r_{Deposit}$ variable which only reached 1.84 percent, r_{Credit} was only 0,54 in response to the shock of the r_{SBL} . Thus, the effect on CPI is only 1,03 percent. It can be concluded based on this research, the effectiveness of monetary policy which only relies on the policy interest rate channel is less effective in the transmission mechanism of monetary policy in Indonesia for the periode 2009-2018 to impact the inflation.

Keywords: *Effectiveness, monetary policy, CPI*

1. Pendahuluan

Kebijakan moneter adalah semua upaya atau tindakan bank sentral dalam memengaruhi perkembangan variabel moneter (uang beredar, suku bunga, kredit, dan nilai tukar) dalam mencapai tujuan ekonomi tertentu diantaranya pertumbuhan ekonomi, penyediaan lapangan kerja, stabilitas harga, dan keseimbangan neraca pembayaran. (Litteboy and Taylor, 2006 dan Mishkin, 2004). Agar tujuan yang ditetapkan bank sentral tercapai, dibutuhkan mekanisme transmisi kebijakan moneter yang tepat.

Mekanisme transmisi kebijakan moneter pada hakekatnya mendeskripsikan bagaimana kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral memengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan sehingga pada akhirnya dapat

mencapai tujuan akhir yang ditetapkan. Taylor (1995: 8) mendefinisikan mekanisme transmisi kebijakan moneter sebagai “*the process through which monetary policy decisions are transmitted into changes in real GDP and inflation*”.

Beberapa penelitian mengenai transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga dengan berbagai hasil yang berbeda diantaranya penelitian yang dilakukan Rania Al-Mashat dan Andreas Billmeier mengenai mekanisme transmisi moneter di Mesir (2008) periode 1996-2005, menghasilkan saluran suku bunga berada dalam tanda yang sesuai namun tidak signifikan dan amplitudo hasilnya tidak memuaskan memengaruhi inflasi dibandingkan pengaruh dari jalur lain seperti nilai tukar, kredit, dan surat berharga. Rayati. T dan Wahyu A.P telah melakukan penelitian dengan membandingkan peranan jalur suku bunga dan nilai tukar pada mekanisme kebijakan moneter di ASEAN: studi komparatif Indonesia, Malaysia, dan Singapura. Hasilnya, jalur suku bunga dan jalur nilai tukar di Indonesia, Malaysia, dan Singapura membutuhkan *time lag* respon variabel ketika *shock* instrumen kebijakan moneter diberikan hingga mencapai tujuan akhir berupa GDP (pertumbuhan ekonomi) selama 5 tahun. Sedangkan untuk kecepatan respon variabel ketika terjadi *shock* hingga mencapai target akhir, baik di Indonesia maupun Malaysia menunjukkan sama-sama efektif menggunakan jalur suku bunga, dan nilai tukar dalam mencapai target akhir yaitu pertumbuhan ekonomi. Untuk Singapura, kecepatan respon variabel ketika terjadi *shock* hingga mencapai target akhir lebih cepat dari Indonesia dan Malaysia.

Berkembangnya peran pasar dalam perekonomian cenderung menyebabkan semakin pentingnya transmisi kebijakan moneter melalui “harga” uang atau suku bunga. Perkembangan pembiayaan ekonomi yang semakin meluas yang tidak saja melibatkan bank dan lembaga keuangan lainnya tetapi juga melibatkan cara pembiayaan yang lebih luas dari instrumen konvensional (kredit), menekankan pentingnya mekanisme transmisi pengendalian moneter melalui suku bunga (Hartadi.A.S dan Perry Warjiyo: 1998:13). Menurut Bond (1994), suku bunga merupakan “harga” uang yang terpenting dalam perekonomian sehingga merupakan jalur transmisi kebijakan moneter yang

diyakini lebih mendekati kenyataan karena suku bunga menentukan keputusan mengenai alternatif investasi di masyarakat⁵.

Permasalahan terkait mekanisme transmisi kebijakan moneter terutama yang menggunakan jalur suku bunga terhadap sektor riil atau pengendalian inflasi masih menarik untuk dilakukan kajian. *Time lag* yang dibutuhkan dari mulai kebijakan berlaku hingga memengaruhi inflasi serta kekuatan variabel-variabel dari suatu jalur merespon *shock* bunga kebijakan masih menjadi permasalahan yang dihadapi suatu negara dalam menjalankan kebijakan moneter melalui jalur suku bunga. Berdasarkan penelitian mekanisme jalur suku bunga yang ada umumnya menggunakan jalur suku bunga kebijakan dan suku bunga Pasar Uang Antar Bank (rPUAB) sebagai alat transmisi suku bunga kebijakan ke inflasi. Pada penelitian ini mencoba meneliti pengaruh suku bunga kebijakan kepada suku bunga deposito dan suku bunga kredit sebagai transmisi ke inflasi. Tujuannya untuk melihat efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga dalam memengaruhi inflasi.

Berdasarkan permasalahan di atas, berikut ini pertanyaan penelitian yang ingin dijawab dalam studi ini:

1. Bagaimana efektivitas jalur suku bunga terhadap inflasi periode 2009-2018 dengan mengukur kecepatan atau *time lag* yang dibutuhkan dalam merespon *shock* suku bunga kebijakan ?
2. Bagaimana efektivitas jalur suku bunga terhadap inflasi periode 2009-2018 dengan mengukur berapa besar kekuatan variabel-variabel pada suatu jalur dalam merespon adanya *shock* suku bunga kebijakan ?

Berikut ini yang merupakan tujuan dari penelitian adalah:

1. Mengetahui efektivitas jalur suku bunga terhadap inflasi periode 2009-2018 dengan mengukur kecepatan atau *time lag* yang dibutuhkan dalam merespon *shock* suku bunga kebijakan.
2. Mengetahui efektivitas jalur suku bunga terhadap inflasi periode 2009-2018 dengan mengukur berapa besar kekuatan variabel-variabel pada suatu jalur dalam merespon adanya *shock* suku bunga kebijakan.

⁵ Dalam artikel Hartadi A. Sarwono dan Perry Warjiyo. Juli 1998. *Mencari Paradigma Baru Manajemen Moneter dalam Sistem Nilai Tukar Fleksibel: Suatu Pemikiran untuk Penerapannya di Indonesia*. Bank Indonesia. Jakarta. Hlm 10.

2. Tinjauan Pustaka

2.1. Definisi Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter adalah kebijakan otoritas moneter atau bank sentral berupa pengendalian besaran moneter untuk mencapai perkembangan kegiatan perekonomian seperti stabilitas ekonomi makro yang tercermin dari stabilitas harga (rendahnya laju inflasi), membaiknya perkembangan output riil (pertumbuhan ekonomi), serta cukup luasnya lapangan/kesempatan kerja yang tersedia (Perry W & Solikin: 2). Kebijakan moneter merupakan bagian dari kebijakan ekonomi makro yang pelaksanaannya mempertimbangkan siklus kegiatan ekonomi, sifat perekonomian suatu negara serta faktor-faktor fundamental ekonomi lainnya. Strategi kebijakan moneter yang diambil oleh suatu negara didasari oleh tujuan yang ingin dicapai dan mekanisme transmisi yang dipilih. Terdapat beberapa strategi kebijakan moneter, antara lain: (i) penargetan nilai tukar (exchange rate targeting); (ii) penargetan besaran moneter (monetary targeting); (iii) penargetan inflasi (inflation targeting); dan (iv) strategi kebijakan moneter tanpa jangkar yang tegas (implicit but no explicit anchor) (Perry W & Solikin:14-15).

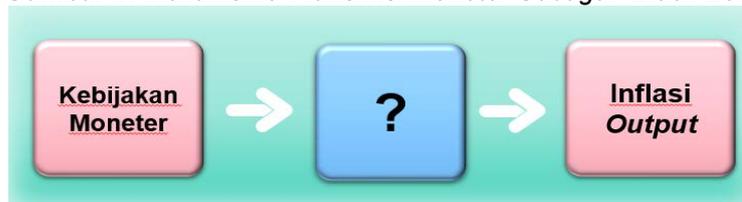
Terdapat perbedaan pemikiran antara monetarist dan keynesian terkait hubungan uang dengan kegiatan ekonomi. Aliran Monetarist berpendapat bahwa permintaan agregat hanya dipengaruhi oleh perkembangan uang beredar terhadap permintaan agregat adalah stabil dengan asumsi bahwa mekanisme pasar di dalam perekonomian dapat berjalan secara otomatis sehingga harga-harga dapat segera menyesuaikan apabila terjadi perbedaan antara permintaan dan penawaran di pasar. Sedangkan Kelompok Keynesian memandang permasalahan dalam suatu perekonomian pada dasarnya sangat kompleks sehingga tidak hanya uang yang berperan penting dalam mendorong kegiatan ekonomi, namun juga terdapat variabel-variabel lain dengan asumsi bahwa terjadi sejumlah kekakuan dalam bekerjanya mekanisme pasar di dalam perekonomian seperti pengaturan harga sejumlah komoditas oleh pemerintah. Sehingga jika terjadi *shock*, dalam perekonomian, contohnya adanya kebijakan moneter yang aktif melakukan pelonggaran atau pengetatan, maka dalam jangka pendek pertumbuhan ekonomi riil akan terpengaruh, walaupun pada akhirnya dalam jangka menengah-panjang perkembangan harga juga akan terpengaruh. (Perry W & Solikin: 26).

2.2. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter diawali dari tindakan bank sentral menggunakan instrumen moneter dalam menjalankan kebijakan moneternya melalui berbagai saluran transmisi kebijakan moneter. Saluran transmisi kebijakan moneter diantaranya saluran uang, kredit, suku bunga, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi. Dalam bidang keuangan, kebijakan moneter memengaruhi perkembangan suku bunga, nilai tukar, dan harga saham di samping volume dana masyarakat yang disimpan di bank, kredit yang disalurkan bank kepada dunia usaha, penanaman dana pada obligasi, saham maupun sekuritas lainnya. Sedangkan pada sektor ekonomi riil, kebijakan moneter memengaruhi perkembangan konsumsi, investasi, ekspor dan impor, hingga pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Menurut Bernanke & Blinder (1992: 901-902) dan Taylor (1995:11-26), mekanisme transmisi kebijakan moneter selalu dikaitkan dengan dua pertanyaan utama, yaitu pertama, apakah kebijakan moneter dapat memengaruhi ekonomi riil disamping pengaruhnya terhadap harga. Dan kedua, apabila jawabannya ya, melalui mekanisme transmisi apa pengaruh kebijakan moneter terhadap ekonomi riil tersebut terjadi.

Mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam pelaksanaannya merupakan proses yang kompleks, oleh karena itu dalam teori ekonomi moneter sering disebut sebagai “*black box*” (Mishkin, 1995: 4) (gambar 1). Kompleksitas transmisi kebijakan moneter dipengaruhi terutama oleh ketiga faktor berikut, yakni (i) perubahan perilaku bank sentral, perbankan, dan para pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan; (ii) lamanya tenggat waktu (*lag*) dari kebijakan moneter mulai diberlakukan hingga mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan; dan (iii) terjadi perubahan pada saluran-saluran transmisi moneter itu sendiri sesuai dengan perkembangan ekonomi dan keuangan di negara yang bersangkutan.

Gambar 1. Mekanisme Transmisi Moneter Sebagai “Black Box”



Sumber: Buku Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia, diolah

Penjelasan lebih lanjut dari ketiga faktor tersebut, sebagai berikut: faktor *pertama*, perubahan perilaku bank sentral, perbankan, sektor keuangan dan

pelaku ekonomi akan memengaruhi interaksi dengan berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan yang akhirnya akan membawa perubahan pada mekanisme transmisi kebijakan moneter juga. Menurut Blinder (1998), dalam banyak hal, karena terkait perubahan perilaku dan ekspektasi, mekanisme transmisi kebijakan moneter dimaksud diliputi oleh ketidakpastian dan relatif sulit diprediksi.

Faktor *kedua*, mengenai tenggat waktu. Friedman dan Schwartz (1963) mengungkapkan transmisi kebijakan moneter ke pertumbuhan ekonomi dan inflasi telah lama diakui berlangsung dengan tenggat waktu yang lama dan bervariasi. Hal ini disebabkan transmisi moneter banyak berkaitan dengan pola hubungan antara berbagai variabel ekonomi negara bersangkutan. Hubungan antara uang beredar dengan aktivitas ekonomi riil tergantung pada perkembangan sektor keuangan. Semakin maju sektor keuangan, maka keterkaitan uang beredar dengan sektor riil akan merenggang, begitu pula sebaliknya. Kondisi tersebut akan memengaruhi pada lamanya tengat waktu mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Faktor ketiga, terkait perubahan pada saluran transmisi moneter dengan perkembangan ekonomi dan keuangan. Kompleksitas mekanisme transmisi berkaitan dengan perubahan pada peran dan cara bekerjanya saluran-saluran transmisi moneter dalam suatu perekonomian. Peranan saluran uang masih dominan dengan pola hubungan antara berbagai aktivitas ekonomi relatif stabil terjadi jika perekonomian berbentuk tradisional dengan peran perbankan yang dominan dengan produk yang relatif stabil. Apabila perbankan dan pasar keuangan semakin berkembang, maka ragam produk keuangan dan jenis transaksi keuangan juga akan semakin bervariasi. Pada perekonomian terbuka, perkembangan ekonomi dan keuangan di negara lain akan memengaruhi perkembangan ekonomi dan keuangan di negara lain. Transmisi pengaruh tersebut dapat melalui nilai tukar, suku bunga, kredit, obligasi, saham, dan ekspektasi yang menjadi semakin penting dalam transmisi kebijakan moneter.

2.3. Saluran Transmisi Kebijakan Moneter

Terdapat lima saluran mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam teori moneter⁶ (Mishkin, 1995, 1996; Bank for International Settlement, 1995; Kakes, 2000; De Bondt, 2000; Bofinger, 2001:45), yaitu saluran moneter langsung (*direct monetary channel*), saluran suku bunga (*interest rate channel*), saluran harga aset (*asset price channel*), saluran kredit (*credit channel*), dan saluran ekspektasi (*expectation channel*). Dalam penelitian ini akan lebih menitikberatkan pada saluran suku bunga sebagai transmisi kebijakan moneter ke sektor riil.

Saluran uang merupakan salah satu transmisi kebijakan moneter yang lebih menekankan pentingnya aspek harga di pasar keuangan terhadap berbagai aktivitas ekonomi di sektor riil. Bentuk transmisinya diawali dengan bank sentral menjalankan kebijakan moneter berupa menaikkan atau menurunkan suku bunga jangka pendek (*7 days Reserve REPO* dan Pasar Uang Antar Bank/PUAB) di pasar uang Rupiah. Perubahan ini selanjutnya akan memengaruhi suku bunga deposito yang diberikan perbankan pada simpanan masyarakat dan suku bunga kredit yang diberikan bank-bank kepada para debiturnya. Proses transmisi ini membutuhkan tenggat waktu, terutama kondisi internal perbankan dalam manajemen aset dan kewajibannya (*ALMA – Asset and Liability Management*).

Ditahap selanjutnya, transmisi suku bunga dari sektor keuangan ke sektor riil akan tergantung pada reaksi dari permintaan konsumsi dan investasi dalam perekonomian. Suku bunga mampu memengaruhi permintaan konsumsi terutama karena bunga deposito merupakan komponen dari pendapatan masyarakat (*income effect*) dan bunga kredit sebagai pembiayaan konsumsi (*substitution effect*). Sedangkan permintaan investasi dapat dipengaruhi suku bunga karena suku bunga kredit merupakan komponen biaya modal (*cost of capital*), selain *yield* obligasi dan dividen saham, dalam pembiayaan investasi. Reaksi investasi dan konsumsi terhadap perubahan suku bunga tersebut akan berdampak pada besarnya permintaan yang akhirnya dapat menentukan tingkat inflasi serta *output* riil dalam perekonomian.

⁶ Dalam Warijo, Perry. 2004. *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia*. Buku Seri Kebansentralan No. 11. Pusat Pendidikan Dan Studi Kebanksentralan (PPSK). Bank Indonesia. Hlm 14.

2.4. Indikator Efektivitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Efektivitas kebijakan moneter tergantung pada kecepatan atau tenggat waktu dan kekuatan variabel-variabel pada jalur transmisi moneter dalam merespon *shock* suku bunga hingga terwujudnya sasaran akhir (inflasi). *Order of magnitude* merupakan alat ukur indikator kekuatan variabel dalam merespon *shock* suatu variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Apabila semakin kuat suatu variabel merespon *shock* instrumen moneter atau perubahan variabel lainnya, maka semakin lebar (jauh dari titik keseimbangan) *order of magnitude* variabel tersebut (Natsir, 2011).

3. Metodologi Penelitian

3.1. Jenis Penelitian dan Data

Instrumen kebijakan moneter yang digunakan dalam penelitian ini adalah jalur suku bunga. Jalur suku bunga diproyeksikan dengan tingkat suku bunga kebijakan. Pemilihan jalur ini karena suku bunga merupakan salah satu instrumen moneter yang kerap digunakan oleh Bank Indonesia dalam mencapai target kebijakan moneter. Sedangkan transmisi di sektor riil menggunakan tingkat suku bunga kredit dan tingkat suku bunga deposito jangka waktu 3 bulan pada bank umum. Sasaran moneter yang akan dicapai berupa inflasi diproyeksikan dengan indeks harga konsumen (IHK). Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder bulanan (*time series*) periode 2009-2018. Definisi variabel operasional tertera pada tabel 1.

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel (satuan)	Definisi Operasional Variabel Penelitian	Sumber
Suku Bunga Kebijakan (<i>rSBK</i>)	Tingkat suku bunga kebijakan yang ditentukan oleh Bank Indonesia yang diukur dalam persen.	SEKI, Bank Indonesia
Suku Bunga kredit (<i>rKredit</i>)	Tingkat suku bunga rata-rata dari suku bunga konsumsi, suku bunga modal kerja, dan suku bunga pinjaman investasi pada bank umum yang diukur dalam persen.	SEKI, Bank Indonesia
Suku Bunga Deposito (<i>rDeposito</i>)	Tingkat suku bunga deposito jangka waktu tiga bulan yang berlaku	SEKI, Bank Indonesia

	pada bank umum. Suku bunga ini diukur dalam persen.	
Indeks Harga Konsumen (IHK)	Indeks harga konsumen menurut kelompok pengeluaran.	BPS

Sumber: berbagai sumber, diolah penulis

Teknik analisis kuantitatif yang digunakan adalah *vector error correcting model* (VECM). Penggunaan VECM didasari dari data yang stationer pada 1st *difefrence* semua terkointegrasi. Untuk mengetahui efektivitas jalur suku bunga terhadap sektor riil, terdapat dua indikator yang akan diukur, yaitu: (1) mengetahui berapa kecepatan atau tenggat waktu (*time lag*) yang dibutuhkan dari instrumen suku bunga berlaku hingga mencapai target moneter yang ditetapkan. (2) mengetahui kekuatan variabel-variabel pada masing-masing jalur transmisi moneter dalam merespon *shock* suku bunga kebijakan hingga tercapainya sasaran moneter yang ditargetkan. Untuk mengukur *shock* kekuatan variabel-variabel tersebut digunakan uji *Impulse Respons Function* (IRF) dan uji *variance decomposition* (VD).

3.2. Model Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini, yaitu suku bunga kebijakan. Sedangkan variabel independen yang digunakan adalah suku bunga pinjaman modal kerja, suku bunga pinjaman investasi, suku bunga pinjaman konsumsi serta nilai indeks harga konsumen (IHK) menurut kelompok pengeluaran. Model penelitian ini sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 rSBK_t &= C_1 + a_{1i} \sum rSBK_{t-k} + a_{1i} \sum rKredit_{t-k} + a_{1i} \sum rDeposito_{t-k} + a_{1i} \sum IHK_{t-k} + \epsilon_i \\
 rKredit_t &= C_2 + a_{2i} \sum rSBK_{t-k} + a_{2i} \sum rKredit_{t-k} + a_{2i} \sum rDeposito_{t-k} + a_{2i} \sum IHK_{t-k} + \epsilon_i \\
 rDeposito_t &= C_3 + a_{3i} \sum rSBK_{t-k} + a_{3i} \sum rKredit_{t-k} + a_{3i} \sum rDeposito_{t-k} + a_{3i} \sum IHK_{t-k} + \epsilon_i \\
 rIHK_t &= C_4 + a_{4i} \sum rSBK_{t-k} + a_{4i} \sum rKredit_{t-k} + a_{4i} \sum rDeposito_{t-k} + a_{4i} \sum IHK_{t-k} + \epsilon_i
 \end{aligned}$$

3.3. Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang menjadi rujukan dalam penelitian ini, antara lain:

Tabel 2. Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Metodelogi Penelitian	Hasil Penelitian
M.Natsir	Peranan Jalur Suku Bunga Dalam Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter (MTKM) di Indonesia Periode 1990:2-2007:1	Menggunakan alat analisis pengujian model VAR.	Hasil disertasinya adalah mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga efektif mewujudkan sasaran akhir kebijakan moneter di Indonesia periode 1990:2-2007:1. Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga membutuhkan <i>time lag</i> sekitar 10 triwulan hingga terwujudnya sasaran akhir kebijakan moneter. Respon variabel-variabel pada jalur ini terhadap <i>shock</i> rSBI relatif kuat dan variabel utama jalur ini yaitu rPUAB mampu menjelaskan variasi sasaran akhir kebijakan moneter secara efektif sebagai sasaran operasional kebijakan moneter Indonesia.
Linda Seprillina dan Munawar Ismail	Efektivitas Instrumen Kebijakan Moneter Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia (Periode 1999:1-2012:2)	Menggunakan alat analisis pengujian model VAR.	Penelitian ini menghasilkan analisis bahwa kebijakan moneter dengan menggunakan instrumen jumlah uang beredar (JUB) dan suku bunga SBI mempunyai pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Selain itu, instrumen JUB dan suku bunga BI dalam jangka pendek dan jangka panjang

			<p>sama-sama memengaruhi pertumbuhan ekonomi namun memiliki pengaruh yang berbeda.</p> <p>Dari kedua instrumen moneter yang digunakan (JUB dan suku bunga), jalur suku bunga SBI lebih efektif memengaruhi pertumbuhan ekonomi dengan lag 3 kuartal. Sedangkan JUB membutuhkan waktu hingga 4 kuartal.</p> <p>Perbedaan efektivitas instrumen JUB dan suku bunga SBI dalam memengaruhi pertumbuhan ekonomi disebabkan oleh kemampuan respon dari sektor perbankan dan sektor riil yang menjadi jembatan untuk memengaruhi pertumbuhan ekonomi lebih cenderung lebih cepat merespon kebijakan suku bunga BSI dari pada melihat kondisi dari JUBnya.</p>
<p>Regina Mayo, Ghozali Maskie, dan Devanto Shasta Pratomo</p>	<p>Efektivitas Jalur Kredit Dalam Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia</p>	<p>Menggunakan alat analisis pengujian model VECM.</p>	<p>Jalur kredit pada periode Januari 2002-Desember 2012 efektif berpengaruh terhadap inflasi di Indonesia. Kredit investasi sektoral (dari sektor perdagangan, hotel, dan restoran) yang paling efektif dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter untuk memengaruhi inflasi. Sedangkan kredit modal kerja dari sektor pertambangan dan</p>

			penggalan yang paling efektif menjelaskan inflasi.
--	--	--	--

Sumber: Berbagai sumber, diolah

4. Pembahasan

4.1. Efektivitas Jalur Suku Bunga Terhadap IHK Periode 2009-2018 dengan Mengukur Kecepatan atau *Time Lag* yang Dibutuhkan Dalam Merespon *Shock* Suku Bunga Kebijakan

Sebelum melakukan pengukuran terhadap efektivitas jalur suku bunga kebijakan terhadap IHK, Uji stasioneritas dilakukan untuk menganalisis dan membuktikan apakah masing-masing variabel memiliki pola yang stasioner atau tidak. Pengujian stasioneritas dilakukan dengan membandingkan antara Augmented Dickey Fuller (ADF) *statistic* dengan *critical values* Mac Kinnon pada derajat 1%, 5%, dan 10%. Dalam uji Augmented Dicky-Fuller (ADF), H_0 akan ditolak apabila nilai ADF test lebih besar daripada *critical value* pada alfa (α) tertentu dan H_0 akan tidak ditolak jika nilai ADF test lebih kecil daripada *critical value* pada alfa (α) tertentu.

Tabel 3. Hasil Uji ADF

Variable	ADF Statistic (level)	ADF Statistic (first difference)
rSBK	-1.983467	-6.749239**
rKredit	-1.666664	-2.697883**
rDeposito	-2.878884	-3.747682**
IHK	-2.239672	-10.74841**

Sumber: Eviews 10, diolah

Keterangan:

Critical Value: 1% = -4.103198
 5% = -3.479367
 10% = -3.167404

*Signifikan pada *level*

** Signifikan pada *first difference*

Hasil uji stasioner menunjukkan masing-masing variabel telah stasioner pada *first difference*. Artinya data tersebut valid digunakan untuk pengujian kointegrasi. Sebelum melakukan Johansen *Cointegration Test*, perlu diketahui panjang *lag* yang digunakan untuk mengetahui waktu yang dibutuhkan pengaruh dari masing-masing variabel terhadap variabel masa lalunya. Panjang *lag* optimal dapat ditunjukkan dalam tabel 4.

Tabel 4. Pengujian panjang lag

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-100.2330	NA	7.69e-05	1.878073	1.975713*	1.917682*
1	-78.65975	41.20302	6.95e-05	1.777653	2.265857	1.975703
2	-56.72430	40.31379	6.26e-05	1.670708	2.549475	2.027198
3	-49.60384	12.57306	7.36e-05	1.830700	3.100029	2.345629
4	-40.59026	15.26625	8.40e-05	1.956581	3.616474	2.629951
5	-22.07102	30.03120	8.09e-05	1.911190	3.961645	2.742999
6	19.03601	63.69737*	5.22e-05*	1.458811*	3.899829	2.449060
7	26.73097	11.36913	6.17e-05	1.608451	4.440032	2.757140
8	37.80543	15.56411	6.91e-05	1.697199	4.919343	3.004328

Sumber: Eviews 10 (diolah)

Berdasarkan tabel 3, diketahui bahwa panjang lag optimal terletak pada lag 6. Pemilihan lag 6 sebagai lag optimal karena berdasarkan hasil eviews bahwa jumlah bintang terbanyak berada pada lag 6. Setelah panjang lag optimal sudah ditemukan, maka dapat dilakukan pengujian selanjutnya, yaitu uji kointegrasi.

Manfaat dari pengujian kointegrasi adalah untuk mengetahui hubungan jangka panjang masing-masing variabel. Syarat dalam estimasi VECM, yaitu terdapat hubungan kointegrasi di dalamnya. Dalam penelitian ini, menggunakan *critical value* 0,05. Hasil uji kointegrasi ditunjukkan oleh tabel 5.

Tabel 5. Pengujian Kointegrasi Uji Johansen

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.275521	83.86571	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.184853	47.76790	29.79707	0.0002
At most 2 *	0.149188	24.87651	15.49471	0.0015
At most 3 *	0.058751	6.781367	3.841466	0.0092

Sumber: Eviews 10 (diolah)

Pada tabel 5 menunjukkan terdapat semua rank variabel berhubungan kointegrasi. Hal tersebut terlihat pada *trace statistic* lebih besar dari *Critical Value* 0,05, yang artinya, H_0 diterima atau variable-variabel yang digunakan memiliki hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi) satu dengan lainnya.

Uji berikutnya yaitu uji kausalitas *Granger* untuk mengetahui adanya ketergantungan antara satu variabel dengan satu atau beberapa variabel yang lain dalam persamaan yang digunakan.

Tabel 6. Pengujian Granger

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
RKREDIT_SA does not Granger Cause RSBK	114	0.78378	0.5846
RSBK does not Granger Cause RKREDIT_SA		1.98817	0.0742
RDEPOSITO_SA does not Granger Cause RSBK	114	0.45613	0.8391
RSBK does not Granger Cause RDEPOSITO_SA		2.79297	0.0148
IHK_A does not Granger Cause RSBK	114	0.04641	0.9996
RSBK does not Granger Cause IHK_A		1.90987	0.0864
RDEPOSITO_SA does not Granger Cause RKREDIT_SA	114	1.10329	0.3658
RKREDIT_SA does not Granger Cause RDEPOSITO_SA		1.51542	0.1807
IHK_A does not Granger Cause RKREDIT_SA	114	0.45629	0.8390
RKREDIT_SA does not Granger Cause IHK_A		1.97604	0.0760
IHK_A does not Granger Cause RDEPOSITO_SA	114	6.14600	2.E-05
RDEPOSITO_SA does not Granger Cause IHK_A		2.86412	0.0128

Sumber: Eviews 10 (diolah)

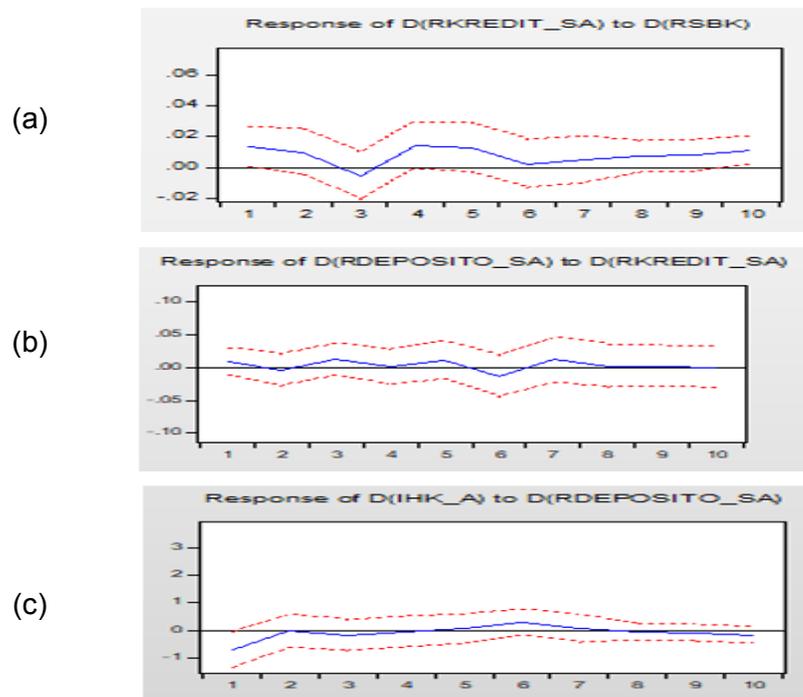
Berdasarkan hasil tabel 6, diketahui bahwa yang memiliki kausalitas adalah yang memiliki nilai probabilitas yang lebih kecil dari pada $\alpha = 0,05$. Sehingga H_0 akan ditolak apabila suatu variabel akan memengaruhi variabel yang lain. Dari pengujian *granger*, hubungan timbal-balik atau kausalitas sebagai berikut:

1. Variabel rSbk secara statistik tidak signifikan memengaruhi rKredit begitu juga sebaliknya dengan dibuktikan nilai Prob masing-masing lebih besar dari 0,05 yaitu 0,5846 dan 0,0742. Sehingga disimpulkan tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel rSBK dan rKredit.
2. Variabel rDeposito secara statistik signifikan memengaruhi rSBK dengan nilai Prob 0,0148. Namun, rBK secara statistik tidak signifikan memengaruhi rDeposito. Sehingga disimpulkan terjadi kausalitas searah antara rDeposito dan rSBK.
3. Variabel IHK secara statistik tidak signifikan memengaruhi rSBK begitu juga sebaliknya dengan dibuktikan nilai Prob masing-masing lebih besar dari 0,05 yaitu 0,9996 dan 0,0864. Sehingga disimpulkan tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel IHK dan rSBK.
4. Variabel rDeposito secara statistik tidak signifikan memengaruhi rKredit begitu juga sebaliknya dengan dibuktikan nilai Prob masing-masing lebih besar dari 0,05 yaitu 0,3658 dan 0,1807. Sehingga disimpulkan tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel rDeposito dan rKredit.

5. Variabel IHK secara statistik tidak signifikan memengaruhi rKredit begitu juga sebaliknya dengan dibuktikan nilai Prob masing-masing lebih besar dari 0,05 yaitu 0,8390 dan 0,0760. Sehingga disimpulkan tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel IHK dan rKredit.
6. Variabel IHK secara statistik signifikan memengaruhi rDeposito dengan nilai Prob 0,0128. Namun, rDeposito secara statistik tidak signifikan memengaruhi IHK. Sehingga disimpulkan terjadi kausalitas searah antara IHK dan rDeposito.

Setelah melakukan tahapan VECM, berikut ini analisis efektivitas MTKM melalui jalur suku bunga yang didasari hasil uji IRF yang tertera pada gambar 2. Tahapan analisisnya sebagai berikut:

Gambar 2. Uji Impulse Respon Function



Sumber: *evIEWS 10*, diolah

- a. Pada gambar 2 (a), menganalisis hubungan antara instrumen kebijakan moneter (rSBK) dengan rKredit sebagai salah satu jalur transmisi ke sasaran moneter. Dengan adanya *shock* rSBK direspon menurun oleh rKredit hingga periode 3 kembali meningkat hingga periode 5. Kembali tertekan pada periode 6 kemudian meningkat menuju keseimbangan hingga periode 10. *Time lag* yang dibutuhkan rKredit dalam merespon *shock* rSBK selama 1 periode.

- b. Pada gambar 2 (b), menganalisis hubungan antara rKredit dengan rDeposit yang menunjukkan bahwa respon rDeposit terhadap shock rKredit mengalami penurunan dan mencapai titik terendah pada periode 2. Pada periode 3 hingga periode 8 mengalami fluktuasi hingga pada periode 9 menurun menuju konvergen. *Time lag* yang dibutuhkan rDeposit dalam merespon *shock* rKredit selama 3 periode.
- c. Pada gambar 2 (c) menunjukkan hubungan antara IHK dengan rDeposit. Pada periode pertama IHK merespon positif meningkat terhadap *shock* rDeposit hingga periode 2. Namun, kembali menurun di periode 3. Pada periode 4 mengalami peningkatan hingga periode 6. Pada periode 7 berangsur-angsur ke posisi konvergen. *Time lag* yang dibutuhkan IHK dalam merespon *shock* rDeposit selama 1 periode.

Gambar 3. Flowchart Time Lag Transmisi Moneter Jalur Suku Bunga



Sumber: *eviews 10*, diolah

Berdasarkan analisis tersebut, menunjukkan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga sejak terjadi perubahan kebijakan moneter melalui shock rSBK hingga terwujudnya sasaran akhir kebijakan moneter membutuhkan tenggat waktu atau dengan kecepatan 5 periode sebagai mana terlihat pada gambar 3.

4.2. Efektivitas Jalur Suku Bunga Terhadap Inflasi Periode 2009-2018 dengan Mengukur Berapa Besar Kekuatan Variabel-Variabel pada Suatu Jalur dalam Merespon Adanya *Shock* Suku Bunga Kebijakan

Untuk mengetahui kekuatan variabel-variabel dalam merespon *shock* suku bunga kebijakan hingga tercapainya sasaran moneter yang ditargetkan dilakukan uji *variance decomposition* sebagaimana ditunjukkan pada tabel 7.

Tabel 7. Hasil Uji VD

Variance Decomposition of D(RSBK):					
Period	S.E.	D(RSBK)	D(RKREDI...	D(RDEPOS...	D(IHK_A)
1	0.191251	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.209320	97.94604	0.254963	1.764753	0.034249
3	0.224723	98.15614	0.240725	1.540138	0.062993
4	0.234834	97.92846	0.325008	1.626471	0.120056
5	0.242413	97.63455	0.561912	1.567961	0.235577
6	0.252712	97.69887	0.517361	1.537809	0.245961
7	0.260379	97.44707	0.496759	1.821804	0.234365
8	0.273601	97.35744	0.602495	1.804441	0.235623
9	0.285031	96.47457	0.576100	1.859195	1.090139
10	0.293370	96.58727	0.544682	1.838709	1.029335

Sumber: Eviews 10, diolah

Berdasarkan hasil uji *variance decomposition*, variabel rSBK memiliki kontribusi terbesar 96,59 persen. Sedangkan pengaruh rSBK terhadap rKredit hanya sebesar 0,54 persen dan rDeposito sebesar 1,84 persen. Sehingga tidak mengherankan pengaruh dari kebijakan moneter melalui suku bunga hanya berpengaruh sebesar 1,03 persen terhadap IHK. Berdasarkan hasil uji VECM tersebut, maka efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga pada periode 2009-2018 bulanan menunjukkan hasil kurang efektif dalam memengaruhi inflasi karena memiliki lag yang lama dan *shock* dari suku bunga kebijakan cukup lemah pengaruhnya terhadap variabel suku bunga kredit dan suku bunga deposito yang menjadi transmisi inflasi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori ekonomi moneter "*black box*" (Mishkin, 1995) yang membahas tentang tiga faktor yang memengaruhi kompleksitas transmisi kebijakan moneter. Berdasarkan faktor pertama terkait perubahan perilaku bank sentral, perbankan, sektor keuangan dan pelaku ekonomi akan memengaruhi interaksi dengan berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan. Hasil VD membuktikan bahwa transmisi kebijakan moneter diliputi oleh ketidakpastian dan relatif sulit diprediksi. Kondisi ini sejalan dengan situasi perekonomian global yang *uncertainty* sehingga memengaruhi kondisi perekonomian dalam negeri. Kondisi ini mendorong pelaku usaha berhati-hati dalam menjalankan usaha maupun investasi. Pelemahan permintaan global juga

memengaruhi lambatnya pertumbuhan industri manufaktur di tahun 2018 yang hanya mampu tumbuh sebesar 4,27 persen lebih rendah dari tahun 2017 yang mampu mencapai 4,29 persen. Padahal industri manufaktur memiliki kontribusi terbesar terhadap PDB yang pada tahun 2018 mencapai 19,86 persen.

Penelitian ini juga sejalan dengan Friedman dan Schwartz (1963) mengungkapkan transmisi kebijakan moneter ke pertumbuhan ekonomi dan inflasi memiliki cenderung berlangsung dengan tenggat waktu yang lama dan bervariasi. Target inflasi dari pemerintah yang rendah juga kurang mampu mendorong sektor riil bergairah. Rendahnya akan permintaan kredit yang diakibatkan kondisi perekonomian yang melemah menyebabkan perbankan tetap menjaga tingkat suku bunga yang tinggi agar mendapatkan keuntungan yang lebih dari *spread* antara suku bunga simpanan dengan suku bunga kredit meskipun Bank Indonesia telah melakukan penurunan suku bunga *7 Day Repo*. Hal ini dilakukan sebagai langkah *prudential* perbankan dalam menghadapi kondisi perekonomian saat ini.

Berdasarkan teori Mishkin (1995), hasil penelitian ini membuktikan bahwa kompleksitas mekanisme transmisi berkaitan dengan perubahan pada peran dan cara bekerjanya saluran-saluran transmisi moneter dalam suatu perekonomian. Berkembangnya perbankan dan pasar uang Indonesia saat ini berdampak pada beragamnya produk keuangan dan jenis transaksi keuangan. Begitu juga dengan moda pembiayaan dari pasar utang yang menjadi tren perusahaan-perusahaan domestik. Semakin mudahnya memperoleh pendanaan dari pasar uang mengurangi peran perbankan dalam penyedia sumber pendanaan yang konvensional.

Hasil penelitian ini sesuai dengan studi yang dilakukan Kusmiarso dkk (2002) bahwa transmisi saluran suku bunga pada periode setelah krisis tidak sensitif terhadap pertumbuhan investasi maupun pertumbuhan konsumsi. Suku bunga deposito lebih dipengaruhi suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB) dan kondisi likuiditas bank dibandingkan suku bunga kebijakan. Sedangkan suku bunga kredit dipengaruhi oleh suku bunga deposito dan likuiditas perbankan. Sedangkan hasil penelitian Bank Indonesia tahun 2006 juga menghasilkan fakta bahwa rSBI ditransmisikan dengan baik melalui jalur suku bunga ke rPUAB dan rDeposito, Sedangkan *shock* rSBI ditransmisikan relatif lambat dan lemah ke rKredit.

5. Penutup

Hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa efektivitas dari mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur bunga belum efektif memengaruhi inflasi karena berdasarkan hasil *granger* tidak terjadi kausalitas antara rSBK dengan IHK. Tenggat waktu yang dibutuhkan mencapai 5 periode. Sedangkan *shock* dari suku bunga kebijakan cukup lemah pengaruhnya terhadap variabel suku bunga kredit dan suku bunga deposito yang menjadi transmisi inflasi yaitu di bawah 2 persen. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Mishkin (1995) bahwa kompleksitas mekanisme transmisi berkaitan dengan perubahan pada peran dan cara bekerjanya saluran-saluran transmisi moneter dalam suatu perekonomian. Berkembangnya perbankan dan pasar uang Indonesia saat ini berdampak pada beragamnya produk keuangan dan jenis transaksi keuangan. Begitu juga dengan moda pembiayaan dari pasar utang yang menjadi tren perusahaan-perusahaan domestik. Semakin mudahnya memperoleh pendanaan dari pasar uang mengurangi peran perbankan dalam penyedia sumber pendanaan yang konvensional.

Saran terhadap penelitian selanjutnya agar menambahkan transmisi ke sektor riil tidak hanya melalui suku bunga deposito dan suku bunga kredit saja. Selain itu, sebaiknya juga dilakukan penambahan terhadap faktor yang lebih mencerminkan sektor riil sehingga mampu lebih detail mencermati variabel apa saja yang dominan memengaruhi transmisi kebijakan moneter di Indonesia.

Daftar Pustaka

- Al-Mashat, Rania dan Billmeier, Andreas. (2008). *The Monetary Transmission Mechanism in Egypt*. Working Paper 411. Economic Research Forum. Mesir.
- Bank for International Settlements. (1995). *Financial Structure and the Monetary Transmission Mechanism*. BIS Basle.
- Bernanke, B.S & Blinder, A.S. (1992.) *The Federal Funds Rate and the Channel Monetary Transmission*. The American Economic Review, 2(12).
- Blinder, Alan S. 1998. *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge MA: MIT Press.
- De Bondt, G.J. (2000). *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe*. Edward Elgar Publ.
- Bofinger, Peter. (2001). *Monetary Policy: Goal, Institutions, Strategies and Instrument*. New York: Oxford University Press.

- Friedman, M. and D. Meiselman. (1963). *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958 in Stabilization Policies*. Englewood Cliffs NJ: Prentice-Hall.
- Gujarati, Damodar. 1997. *Ekonometrika Dasar*. Alih Bahasa Sumarno Zain. Jakarta. Erlangga.
- Kakes, Janes. (2000). *Monetary Transmission in Europe: The Role of Financial Markets and Credit*. Edward Elgar: Cheltenham.
- Kusmiarso, Bambang, Elizabeth Sukowati, Andry Prasmuko, Sudiro Pambudi, Dadal Angkoro, Iss Savitri Hafid (2002). *Interest Rate Channel of Monetary Transmission in Indonesia*. Dalam Perry Warjiyo dan Juda Agung (editor). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia*. Bank Indonesia: Jakarta, Juli 2002.
- Litteboy, Bruce, and Taylor, B John. (2006). *Macroeconomics*. 3RD Edition. Australia: John Wiley & Sons LTS.
- Mayo, Regina, Maskie, Ghozali, dan Pratomo, Devanto S. (2014). *Efektivitas Jalur Kredit Dalam Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia*. Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol 18, No 1. Universitas Brawijaya.
- Mishkin, F. (1995). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 4th edition, New York: Harper Collins.
- Mishkin, F.S. (2004). *Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries*. National Bureau of Economic Research. Cambridge.
- Mishkin, F.S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Seventh Edition. International Edition, New York: Pearson Addison Wesley Longman.
- Natsir, M. (2011). *Peranan Jalur Suku Bunga dalam Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia*. Tesis. Pascasarjana Universitas Halu Oleo Kendari.
- Natsir, M. (2008). *Studi Efektivitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia Melalui Jalur Suku Bunga, Jalur Nilai Tukar, Dan Jalur Ekspektasi Inflasi Periode 1990:2–2007:1*. Disertasi pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Sarwono, Hartadi.A. and Perry Warjiyo. (1998). *Mencari paradigma baru manajemen moneter dalam Sistem nilai tukar fleksibel: Suatu pemikiran untuk penerapannya di Indonesia*. Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Vol. 1, No. 1. Bank Indonesia. Jakarta.
- Seprillina, Linda dan Ismail, Munawar. (2013). *Efektivitas Instrumen Kebijakan Moneter terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia (Periode 1999:1-2012-2)*. Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya Malang.
- Taylor, J.B. (1995). *The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework*. Journal of Economic Perspective, 9(4).
- Togatorop, Rayati dan Pratomo, Wahyu Ario. (2014). *Analisis Perbandingan Peranan Jalur Suku Bunga Dan Jalur Nilai Tukar Pada Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di ASEAN: Studi Komparatif (Indonesia, Malaysia, Singapura)*. Jurnal Ekonomi dan Keuangan, Vol. 2, No 4. Universitas Sumatera Utara.

Warijo, Perry. (2004). *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia*. Buku Seri Kebansentralan No. 11. Pusat Pendidikan Dan Studi Kebanksentralan (PPSK). Bank Indonesia.
[bi.go.id /id/moneter/transmisi-kebijakan/Contents/Default.aspx](http://bi.go.id/id/moneter/transmisi-kebijakan/Contents/Default.aspx)
<https://www.wartaekonomi.co.id/read182729/pertumbuhan-kredit-vs-pertumbuhan-ekonomi-kausalitas.html>. Diunduh kembali tanggal 19-10-2019.