



E-journal Field of Economics, Business, and Entrepreneurship (EFEBE)

ANALISIS TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER MELALUI SALURAN HARGA ASET DI SEKTOR FINANSIAL

Yolanda Argi Utami^{1*}, Thomas Andrian², Ukhti Ciptawaty³

^{1,2,3} Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung

Informasi Naskah

Update Naskah:

Dikumpulkan: 11 Juni 2022

Diterima: 13 Juli 2022

Terbit/Dicetak: 25 Agustus 2022

Abstract

The purpose of this study is to examine the variables of the policy transition mechanism through the financial sector when changes in each variable and the contribution of the SBK, rPUAB, IHSGI, KONS, and INF variables to the final target of monetary policy and inflation. The data used in this study is secondary data sourced from the official website of Bank Indonesia (BI) and the Central Statistics Agency (BPS). This study uses time series data from the period 2010Q1 to 2021Q4. The analytical method used is the Vector Error Correction Model (VECM) with the analysis of Impulse Responses (IR) and Variance Decomposition (VD). The results of this study indicate that based on the test results of the impulse response variables SBK, rPUAB, IHSG, and KONS respond quickly to changes in each variable in the initial period after the shock occurs. The results of the analysis of variance decomposition showed that apart from the INF variable itself, each variable had a different contribution to the INF level with the order of the greatest influence being IHSG, KONS, rPUAB, OG, SBK and rDEPO.

Keywords:

IHSG, INF, rPUAB, SBK, Vector Error Correction Model (VECM)

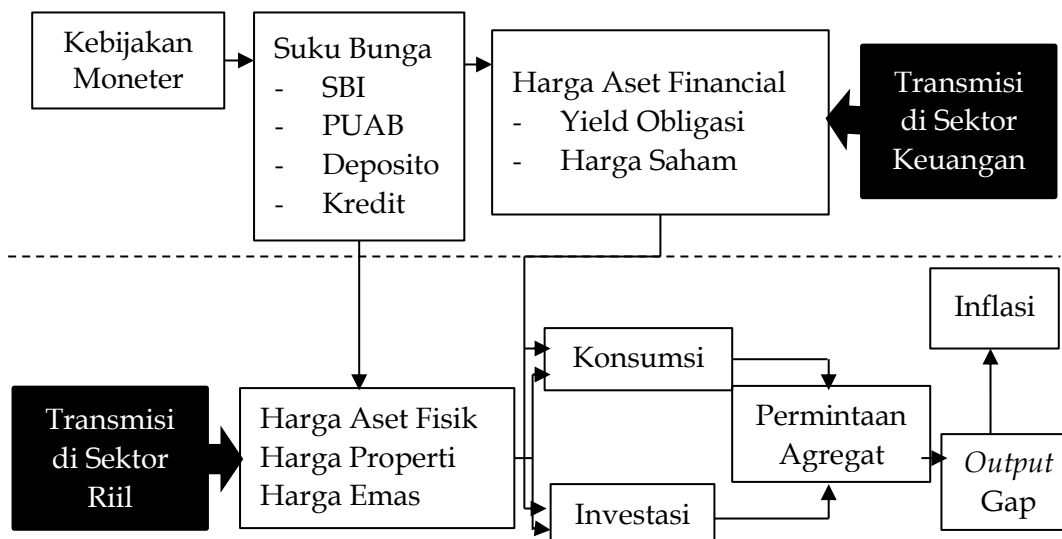
A. PENDAHULUAN

Kebijakan moneter adalah kebijakan otoritas moneter dalam bentuk pengendalian besaran moneter (jumlah uang beredar, uang primer, atau kredit perbankan) guna mencapai perkembangan kegiatan ekonomi yang diinginkan. Perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan tersebut adalah stabilitas ekonomi makro yang dicerminkan oleh stabilitas harga, membaiknya perkembangan output riil serta kesempatan kerja yang tersedia. Tujuan akhir kebijakan moneter yaitu mencapai dan menjaga tingkat inflasi yang rendah, dan pengumuman target inflasi kepada publik dengan *Inflation Targeting* yang digunakan sebagai kerangka kerja kebijakan moneter. *Inflation targeting* dimulai dari penetapan dan diumumkannya sasaran inflasi yang ingin dicapai oleh bank sentral. Dengan target inflasi yang digunakan sebagai jangkar, perumusan kebijakan moneter diarahkan untuk mencapai sasaran inflasi yang sudah ditetapkan oleh bank sentral (Juhro, 2020). Menurut Undang-Undang No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia yang sebagaimana telah diubah dengan Undang-Undang No. 3 Tahun 2004 dan Undang-Undang Nomor 6 Tahun 2009, tujuan Bank Indonesia adalah mencapai dan menjaga kestabilan nilai rupiah. Kestabilan nilai rupiah memiliki dua dimensi, yaitu kestabilan nilai rupiah terhadap barang dan jasa atau yang biasa disebut dengan inflasi dan kestabilan nilai rupiah terhadap mata uang negara lain. Dalam mencapai sasaran akhir tersebut, Bank Indonesia secara teratur memantau tren di berbagai variabel ekonomi riil, moneter, dan keuangan untuk memastikan target inflasi yang telah ditetapkan

* Corresponding Author.

Yolanda Argi Utami, e-mail: yolandaargiutami1811.001@gmail.com

tercapai. Pemantauan yang dilakukan terhadap variabel-variabel moneter dan keuangan sebagai sasaran antara dilakukan guna menentukan berjalannya mekanisme transmisi kebijakan moneter ke sektor riil. Dengan pemantauan terhadap perkembangan sektor riil dan berjalannya mekanisme transmisi moneter seperti dijelaskan pada atas, dapat dirumuskan kebijakan moneter yang perlu ditempuh dalam rangka mengantisipasi perkembangan inflasi dan output riil ke depan (Warjiyo & Solikin, 2003). Bank Indonesia menetapkan BI 7-Days Reverse Repo Rate (BI 7DRR) dalam rangka memperkuat efektivitas transmisi kebijakan moneter pada 19 Agustus 2016 sebagai suku bunga kebijakan yang menggambarkan sinyal respons kebijakan moneter dalam pengendalian inflasi sesuai dengan sasaran yang telah ditetapkan. Sebelum digunakannya BI 7DRR, Bank Indonesia menggunakan BI rate sebagai suku bunga acuan. BI7DRR sebagai suku bunga acuan dimaksudkan untuk memberikan stimulus kepada lembaga perbankan agar berperilaku sesuai dengan skenario yang ditetapkan oleh Bank Indonesia untuk mengendalikan inflasi. Dengan diterapkannya BI 7DRR ini diharapkan mekanisme transmisi kebijakan moneter akan lebih cepat berpengaruh terhadap perekonomian melalui kestabilan harga atau tingkat inflasi yang rendah (Susilowati & Wahyuningdyah, 2018). Setiap kebijakan yang diambil bank sentral dapat melalui lima saluran transmisi kebijakan moneter yaitu saluran suku bunga, saluran nilai tukar, saluran harga aset, saluran kredit, dan saluran ekspektasi. Dalam penelitian ini transmisi kebijakan moneter yang digunakan adalah melalui saluran harga aset melalui sektor finansial.



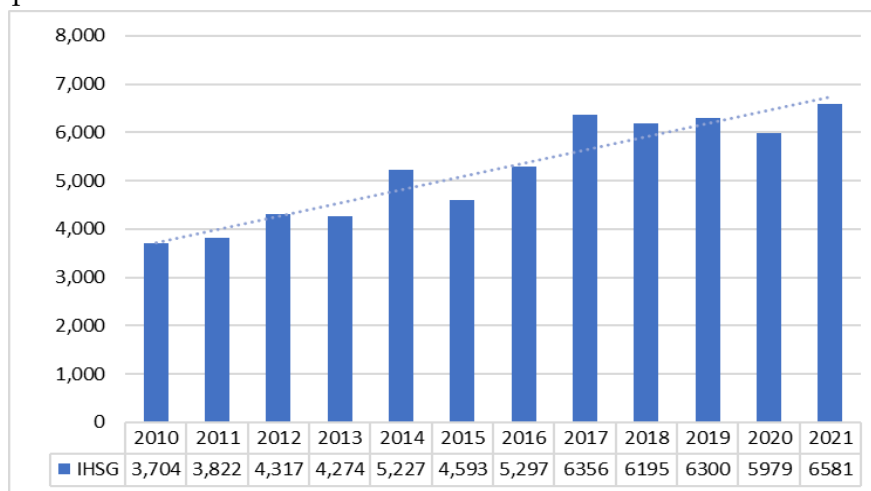
Gambar 1. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Saluran Harga Aset

Sumber: (Warjiyo, 2004)

Mekanisme transmisi melalui saluran harga aset ini terjadi melalui pengaruhnya terhadap permintaan konsumsi bagi para investor, baik karena perubahan kekayaan (*wealth effect*) maupun perubahan pada tingkat pendapatan yang dikonsumsi (*disposable income*) yang timbul dari penerimaan hasil penanaman aset finansial dan aset fisik tersebut. Selain itu, harga aset di sektor riil juga memiliki dampak terhadap permintaan investasi oleh perusahaan. Hal ini disebabkan oleh perubahan harga aset tersebut, baik imbal hasil obligasi, imbal hasil saham dan harga aset properti yang berpengaruh terhadap biaya modal yang harus dikeluarkan dalam produksi dan investasi oleh perusahaan. Kemudian, pengaruh harga aset pada konsumsi dan investasi tersebut akan mempengaruhi permintaan agregat dan pada akhirnya akan menentukan tingkat output riil dan inflasi dalam perekonomian (Warjiyo, 2004). Transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset di sektor keuangan diarahkan untuk melihat pengaruhnya terhadap konsumsi yaitu melalui efek kekayaan terhadap konsumsi. Kenaikan suku bunga yang terjadi akan direspons oleh harga aset di sektor keuangan. Teori siklus kehidupan atas tabungan dan konsumsi, menunjukkan bahwa pengeluaran konsumsi sekarang ditentukan oleh sumber daya yang dimiliki oleh konsumen sepanjang hidupnya, yaitu meliputi tidak hanya penghasilan ke depan tetapi juga kekayaan seperti saham dan aset lainnya. Apabila terjadi peningkatan suku bunga kebijakan moneter akan mengurangi permintaan saham sehingga harga saham mengalami penurunan. Peningkatan suku

bunga juga berarti tingkat diskonto yang meningkat sehingga menurunkan nilai sekarang dari aliran pendapatan dan hasil penanaman pada saham yang akan diterima ke depan. Penurunan nilai kekayaan tersebut akan mengurangi konsumsi dan permintaan agregat (Warjiyo & Juhro, 2020).

Gambar 2 menjelaskan mengenai adanya tren peningkatan kegiatan di pasar saham dalam kurun waktu 10 tahun. Di mana Perkembangan harga saham merupakan tanda untuk melihat perilaku investor, apakah akan membeli atau menjual sahamnya. Pergerakan harga saham salah satunya dipengaruhi oleh suku bunga. Ketika suku bunga menurun maka harga saham akan mengalami peningkatan. Karena apabila suku bunga mengalami penurunan, beban perusahaan berkurang (karena biaya modal menurun) yang akan meningkatkan tingkat keuntungan perusahaan sehingga nilai IHSG pun akan meningkat. Peningkatan yang terjadi pada IHSG inilah yang menjadi salah satu alasan penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah peningkatan IHSG akan memengaruhi mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset pada sektor finansial.



Gambar 2. Perkembangan IHSG tahun 2010-2021

Sumber: Bank Indonesia

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

Menurut penelitian yang dilakukan oleh (Zhang & Huang, 2017) kebijakan moneter memiliki kekuatan atas fluktuasi imbal hasil obligasi, sedangkan pasar obligasi memiliki dampak yang relatif terbatas terhadap ekonomi makro riil. Imbal hasil obligasi jangka pendek memiliki efek transmisi yang relatif signifikan terhadap beberapa variabel output, seperti konsumsi, investasi, dan indeks harga konsumen (IHK). Hasil penelitian dari (Astuti & Hastuti, 2020) menunjukkan bahwa penurunan suku bunga acuan dapat direspons secara cepat oleh suku bunga pasar uang antar bank, suku bunga perbankan, harga saham, dan output. Penelitian yang dilakukan oleh (Wahyu Anggraeni, 2016) menunjukkan bahwa harga aset cukup efektif untuk mengantisipasi pemanasan ekonomi yang disebabkan oleh perubahan harga aset. Namun, menurut penelitian yang dilakukan oleh (Kumala & Rosyidi, 2017) bahwa variabel model konvensional yaitu SBI, Obligasi, JUB menunjukkan tidak signifikan terhadap inflasi.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan masih terdapat perbedaan pada pengaruh transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset dalam mencapai sasaran akhir kebijakan yaitu inflasi. Oleh karena itu peneliti ingin membuktikan apakah perkembangan IHSG yang terus mengalami peningkatan akan berpengaruh terhadap transmisi kebijakan moneter dalam mencapai sasaran akhir kebijakan moneter yang dicerminkan dengan inflasi. Oleh karena itu, penelitian ini akan membahas mengenai bagaimana respons variabel-variabel mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset pada sektor finansial saat terjadi perubahan pada setiap variabel dan melihat kontribusi variabel SBK,

rPUAB, rDEPO, IHSG, KONS, dan INF terhadap sasaran akhir kebijakan moneter yang tercermin dari inflasi.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter adalah kebijakan bank sentral dalam mengendalikan besaran moneter (seperti uang beredar, uang primer, atau kredit perbankan) guna mencapai perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan yaitu stabilitas ekonomi makro yang digambarkan oleh stabilitas harga, membaiknya perkembangan *output* riil, dan kesempatan kerja yang tersedia. Terdapat dua jenis kebijakan moneter, yaitu kebijakan moneter ekspansif dan kebijakan moneter kontraktif. Kebijakan moneter ekspansif merupakan kebijakan moneter yang ditujukan untuk mendorong kegiatan ekonomi, yang dilakukan melalui peningkatan jumlah uang beredar. Kebijakan moneter kontraktif merupakan kebijakan moneter yang ditujukan untuk memperlambat kegiatan ekonomi yang dilakukan melalui penurunan jumlah uang beredar. Dalam jangka pendek kebijakan moneter ekspansif bisa mendorong aktivitas ekonomi yang sedang mengalami resesi berkepanjangan. Sebaliknya, kebijakan moneter kontraktif dapat memperlambat laju inflasi yang biasanya terjadi dalam saat aktivitas perekonomian yang sedang mengalami *boom*. (Warjiyo & Solikin, 2003).

Sebagai otoritas moneter, Bank Indonesia mempunyai tujuan untuk mencapai dan menjaga stabilitas nilai rupiah yang tertuang dalam UU No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia yang diubah melalui UU No. 3 tahun 2004 dan UU No. 6 Tahun 2009 pada pasal 7. Ada dua aspek stabilitas nilai rupiah, yaitu kestabilan nilai rupiah terhadap harga barang dan jasa. Hal ini tercermin dalam tingkat inflasi dan stabilitas nilai tukar rupiah terhadap mata uang negara lain (nilai tukar) (Bank Indonesia, 2020). Untuk mencapai sasaran inflasi, Bank Indonesia terus melakukan pemantauan perkembangan inflasi variabel riil ekonomi, moneter dan keuangan melalui nilai besaran-besaran moneter (M1 dan M2), suku bunga, dan nilai tukar rupiah guna memastikan sasaran inflasi yang sudah ditetapkan tercapai (Warjiyo & Solikin, 2003).

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter menggambarkan bagaimana kebijakan moneter yang diambil oleh bank sentral mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi dan keuangan, untuk akhirnya mencapai tujuan yang telah ditetapkan (Juhro, 2020). Mekanisme transmisi moneter dimulai dari Tindakan bank sentral dengan menggunakan instrumen kebijakan moneter. Tindakan tersebut kemudian berdampak kepada aktivitas ekonomi dan keuangan melalui berbagai saluran transmisi kebijakan moneter yaitu saluran uang, kredit, suku bunga, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi. Di bidang keuangan, kebijakan moneter memiliki dampak kepada perkembangan suku bunga, nilai tukar, dan harga saham di samping volume dana masyarakat yang disimpan di bank, kredit yang disalurkan, penanaman dana obligasi, saham maupun sekuritas lainnya. Selain itu, pada sektor ekonomi riil kebijakan moneter berdampak terhadap perkembangan konsumsi, investasi, ekspor dan impor, hingga pertumbuhan ekonomi dan inflasi yang merupakan sasaran akhir kebijakan moneter (Warjiyo, 2004).

Mekanisme transmisi melalui saluran harga aset menekankan bahwa kebijakan moneter mempengaruhi perubahan harga aset dan kekayaan masyarakat, yang pada gilirannya akan mempengaruhi konsumsi dan investasi. Jika pelaku kebijakan moneter, bank sentral, menerapkan kebijakan moneter kontraktif, hal ini akan mendorong suku bunga naik dan menekan harga aset perusahaan. Turunnya harga aset dapat menyebabkan penurunan kemampuan perusahaan untuk berekspansi dan penurunan nilai aset, yang akan mengurangi pengeluaran untuk konsumsi. Secara bersama-sama, kedua hal ini akan mengurangi pengeluaran secara agregat (Kumala & Rosyidi, 2017).

Inflasi

Menurut (Sukirno, 2009) inflasi dapat didefinisikan sebagai proses kenaikan harga-harga yang berlaku dalam suatu perekonomian. Tingkat inflasi berbeda dari satu periode ke periode lainnya, serta

berbeda pula dari satu negara ke negara lainnya. Masalah inflasi bisa diakibatkan oleh banyak faktor sebagai berikut.

- a. Tingkat pengeluaran agregat yang melampaui kemampuan perusahaan-perusahaan untuk menghasilkan barang dan jasa yang dapat menyebabkan inflasi.
- b. Pekerja di berbagai kegiatan ekonomi yang menuntut kenaikan upah, hal ini akan menyebabkan kenaikan biaya produksi dari berbagai barang dan jasa yang dihasilkan pada perekonomian. Kenaikan biaya produksi tersebut akan mendorong perusahaan-perusahaan meningkatkan harga-harga barang mereka.

Suku Bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB)

Pasar Uang Antar Bank (PUAB) adalah kegiatan pinjam meminjam dana antar bank antar satu bank dengan bank lainnya. Bank yang memiliki kelebihan dana akan meminjamkan dananya kepada bank yang sedang kekurangan dana. Bank yang memberi pinjaman akan mengenakan suku bunga tertentu sebagai kompensasi. Secara umum, jangka waktu pinjam antar bank ini berlangsung dalam waktu yang relatif pendek. Transaksi yang terjadi di pasar uang antar bank biasanya berjangka waktu satu hari (*overnight*) hingga 90 hari. Bank-bank membutuhkan pasar uang antar bank untuk menutupi kekurangan dana jangka pendek (Pohan, 2008)

Harga Saham

Menurut (Bursa Efek Indonesia, 2018) saham merupakan salah satu instrumen di pasar keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan untuk pendanaan. Saham adalah tanda penyertaan modal seseorang atau suatu badan usaha dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Pihak yang menyertakan modal dapat memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim aset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Saham memiliki keuntungan berupa dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan oleh perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan. Pembentukan harga saham terjadi karena adanya permintaan dan penawaran atas saham. Ada beberapa faktor yang memengaruhi permintaan dan penawaran harga saham di antaranya kinerja perusahaan, faktor makroekonomi seperti tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar dan faktor-faktor nonekonomi seperti kondisi sosial dan politik, serta faktor lainnya.

Konsumsi

Menurut (Mankiw, 2012) konsumsi merupakan pembelanjaan rumah tangga untuk barang dan jasa. Menurut (Badan Pusat Statistik, n.d.) ada dua cara dalam penggunaan pendapatan. Pertama, pendapatan digunakan untuk membelanjakan barang-barang konsumsi. Kedua, pendapatan tidak digunakan untuk belanja melainkan di tabung. Pengeluaran untuk konsumsi dilakukan guna mempertahankan taraf hidup. Pada tingkat pendapatan rendah, pengeluaran untuk konsumsi umumnya dibelanjakan untuk memenuhi kebutuhan pokok terutama untuk konsumsi makanan karena makanan adalah jenis barang utama untuk mempertahankan kelangsungan hidup. Sandang, perumahan bahan makan juga termasuk barang konsumsi. Perbedaan taraf konsumsi tergantung tingkat pendapatan. Konsumsi rumah tangga adalah pengeluaran yang dilakukan konsumen untuk barang dan jasa oleh rumah tangga untuk tujuan konsumsi di mana rumah tangga sebagai pengguna akhir dari barang dan jasa yang tersedia dalam perekonomian. Pengeluaran konsumsi yang dilakukan oleh rumah tangga dalam perekonomian tergantung kepada pendapatan yang diterima oleh mereka. Makin besar pendapatan makin besar pula pengeluaran konsumsi mereka (Sukirno, 2004).

C. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersumber dari Statistik Ekonomi dan Keuangan (SEKI) Bank Indonesia. Penelitian ini menggunakan jenis data *time series* yaitu sekumpulan pengamatan yang diamati pada satu atau beberapa peubah pada waktu yang berbeda. Penelitian ini dilakukan dari periode 2010 Q1 sampai 2021 Q4. Data yang digunakan di antara-Nya Inflasi, BI7DRR, suku bunga PUAB, suku bunga deposito, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), konsumsi rumah tangga dan *output gap*.

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah VECM (*Vector Error Correction Model*). Berikut adalah model VECM transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset di sektor finansial.

$$INF_t = \beta_{01} + \sum_{i=1}^p \beta_{i1} SBK_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{i1} rPUAB_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{i1} rDEPO_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{i1} IHSG_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{i1} KONS_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{i1} INF_{t-i} + e_{1t} \dots \dots \dots (1)$$

Dimana:

- INF : Inflasi
- SBK : Suku bunga acuan/BI rate
- rPUAB : Suku Bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB)
- IHSG : Indeks Harga Saham
- KONS : Konsumsi
- p : panjangnya kelambanan
- β_{01} : intersep
- α_{in} : koefisien
- e_t : variabel gangguan

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas data yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan uji akar unit *Philips Perron*. Apabila nilai t-statistik PP < nilai kritis *MacKinnon* maka dapat disimpulkan bahwa variabel tersebut stasioner atau tidak mengandung akar unit. Hasil uji stasioneritas pada tingkat level tidak semua variabel stasioner pada I(0), maka akan dilanjutkan dengan uji akar-akar unit pada tingkat diferensi pertama pada masing-masing variabel hingga semua variabel stasioner pada derajat yang sama. Hasil pengujian akar-akar unit menggunakan PP pada tingkat diferensi pertama menunjukkan semua variabel stasioner pada tingkat diferensi pertama. Oleh karena itu, dapat dilakukan pengolahan data lebih lanjut.

Tabel 1 Hasil Uji Stasioneritas Philip Perron first difference Periode 2010Q1 - 2021Q4

Variabel	Intercept	Trend & Intercept	none	Orde
INF	-4.433843***	-4.546218***	-4.397978***	I(1)
SBK	-8.099384***	-8.047078***	-8.089286***	I(1)
rPUAB	-8.099384***	-8.047078***	-8.089286***	I(1)
IHSG	-10.51099***	-13.92613***	-5.810929***	I(1)
KONS	-3.546608**	-3.646010**	-2.808259***	I(1)

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan *Eviews 12*

Keterangan: (***) Signifikan pada $\alpha = 10\%$, 5%

Penentuan Lag Optimal

Panjangnya kelambanan bisa ditentukan berdasarkan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC) maupun *Schwarz Information* (SIC) yang dapat dilihat pada tabel 2. Panjangnya kelambanan yang dipilih berdasarkan pada nilai AIC maupun SIC yang paling minimum dengan mengambil nilai absolutnya.

Tabel 2 Hasil Penentuan Lag Optimal

Lag	AIC	SC	HQ
0	30.47364	30.67843*	30.54916*
1	30.27745*	31.50619	30.73057
2	30.50089	32.75358	31.33161
3	31.01184	34.28849	32.22017
4	30.66951	34.97012	32.25544

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan *Eviews 12*

*: angka AIC, SC, HQ terkecil

Hasil uji panjang lag optimal dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC) menunjukkan lag optimal adalah 1.

Sebelum melakukan analisis lebih jauh diperlukan terlebih dahulu melakukan uji stabilitas VAR. Apabila hasil estimasi VAR tidak stabil, maka analisis *impulse response* dan *variance decomposition* juga menjadi tidak valid.

Tabel 3 Hasil uji stabilitas VAR

Kisaran Modulus	Kesimpulan
0.220028 - 0.426730	Stabil

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan *Eviews 12*

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

Uji Kointegrasi

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

Tabel 4 Hasil uji data trend

Data Trend yang Direkomendasikan	
AIC	SC
<i>None Intercept No Trend</i>	<i>None Intercept No Trend</i>

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan *Eviews 12*

Dari hasil uji *trend deterministic* di atas, dilihat berdasarkan kriteria AIC disarankan menggunakan *trend deterministic* dengan asumsi *None Intercept No Trend*, beitu juga dengan SC disarankan menggunakan *trend deterministic* dengan asumsi *none intercept no trend*. Dengan menggunakan asumsi pilihan kelima yaitu *None Intercept No Trend*, berikut adalah hasil dari uji kointegrasi dengan menggunakan Johansen.

Tabel 5 Hasil uji kointegrasi Johansen

Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob**	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob**
None*	144.2963	76.97277	0.0000	44.64328	34.80587	0.0025
At most 1*	99.65307	54.07904	0.0000	39.01737	28.58808	0.0017
At most 2*	60.63571	35.19275	0.0000	28.76859	22.29962	0.0054
At most 3*	31.86711	20.26184	0.0008	21.93672	15.89210	0.0049
At most 4*	9.930392	9.164546	0.0357	9.930392	9.164546	0.0357

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

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan *Eviews 12*

Tabel 5 menyajikan uji kointegrasi Johansen untuk sektor finansial dengan panjang lag 1-1. Terdapat dua bagian yaitu uji statistic kointegrasi dengan *Trace statistic* dan uji kointegrasi dengan *Max-eigen statistic*. Berdasarkan uji *trace statistic* dapat dilihat terdapat empat hubungan kointegrasi di mana nilai *trace statistic* yang lebih besar daripada nilai kritisnya dengan tingkat signifikansi 5%. Kedua statistik uji tersebut menunjukkan adanya 4 variabel yang terkointegrasi.

Estimasi VECM

Berdasarkan hasil uji yang telah dilakukan sebelumnya menghasilkan bahwa model dalam penelitian ini seluruh variabel stasioner pada tingkat diferensi pertama dan terdapat hubungan kointegrasi yang artinya model yang tepat untuk menganalisis model dalam penelitian ini adalah VECM. Estimasi VECM pada penelitian ini menggunakan lag 1.

Estimasi VECM dilakukan dengan membandingkan nilai t-statistik dengan t-tabel untuk melihat signifikansi variabel dan melihat nilai koefisien untuk menentukan seberapa besar pengaruh antar variabel dalam jangka panjang dan jangka pendek. Jika nilai t-statistik > nilai t-tabel, maka hubungan variabel tersebut dapat dikatakan signifikan. Jika nilai t-statistik < nilai t-tabel maka hubungan variabel tersebut tidak signifikan. Nilai t-tabel di lihat menggunakan tingkat signifikansi 0,05 dan df 43 (n-k).

Tabel 6 Hasil Estimasi VECM

Variabel	INF	SBK	rPUAB	IHSG	KONS	C
	Jangka Panjang					
	1.000000	-1.847128 [-1.67449]	0.127952 [0.12348]	0.006493 [4.25160]	-0.032933 [-3.60163]	13.96802
	Jangka Pendek					
(-1)	-0.332270 [-2.08348]	0.555611 [1.06508]	-0.268509 [-0.96871]	0.000522 [1.15611]	0.003344 [0.49941]	-0.143515 [-0.76541]

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 12

Dari tabel 6 diperoleh persamaan model estimasi VECM jangka panjang.

$$INF = -1.847128SBK + 0.127952rPUAB + 0.006493IHSG - 0.032933KONS + 13.96802.....(2)$$

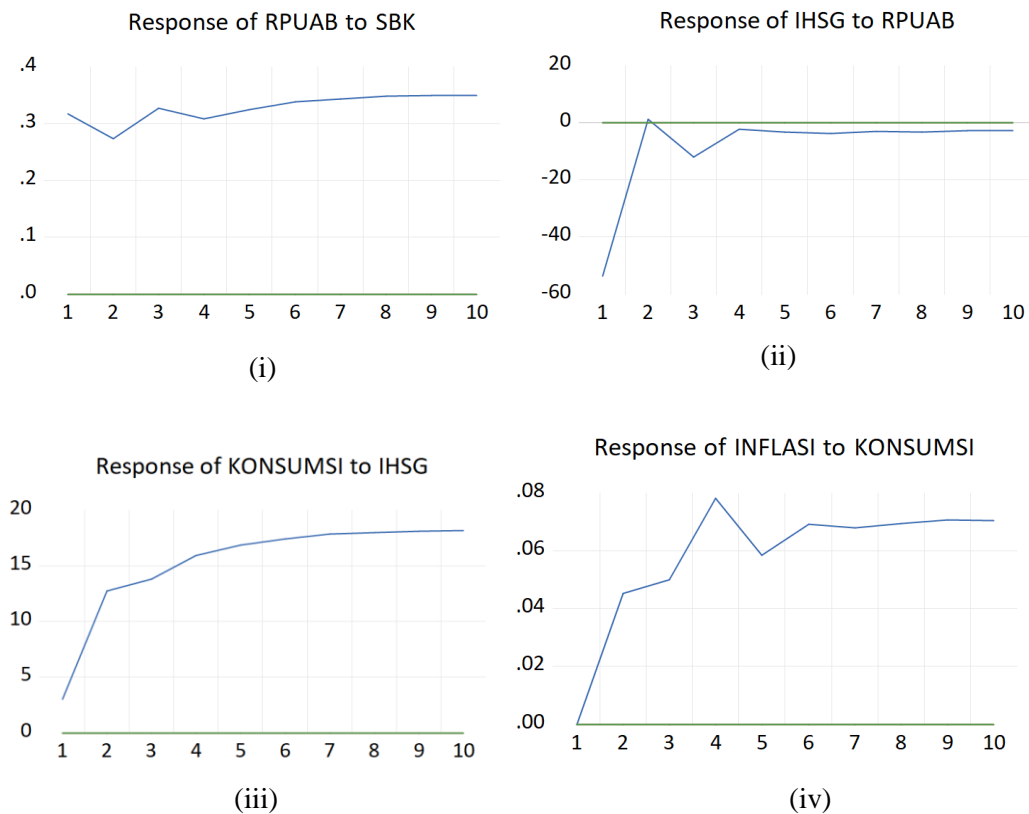
Berdasarkan hasil yang didapatkan dari tabel 6 dapat disimpulkan bahwa hanya variabel IHSG dan KONS dalam penelitian ini yang berpengaruh signifikan dalam jangka panjang. Dari persamaan dengan membandingkan nilai t-statistik dan nilai t-tabel 1.68107 dengan tingkat signifikansi 0,05 bahwa secara statistik dan signifikan variabel IHSG berpengaruh positif dan signifikan terhadap inflasi dalam jangka panjang. Sedangkan variabel KONS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap inflasi. Untuk jangka pendek berikut adalah persamaan dari estimasi VECM sebagai berikut.

$$D(INF) = -0.332270D(INF(-1)) + 0.555611D(SBK(-1)) - 0.268509 (RPUAB(-1)) + 0.000522D(IHSG(-1)) + 0.003344DKONS(-1) - 0.143515$$

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

Impulse Responses

Setelah dilakukan estimasi model VECM, maka setelah itu dilakukan analisis *impulse response* untuk melihat bagaimana respons variabel rPUAB terhadap *shock* variabel SBK, respons variabel IHSG terhadap *shock* variabel rPUAB, respons variabel KONS terhadap *shock* variabel IHSG dan respons variabel INF terhadap *shock* variabel KONS.



Gambar 3. Hasil uji Impulse Responses
Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 12

Pada gambar 3 (i) dapat dilihat bahwa variabel RPUAB merespons positif pergerakan *shock* variabel SBK pada periode pertama sebesar 0.317367 sebelum *lag* optimal dan kemudian turun 0.273761 pada periode ke-2 dan setelahnya menunjukkan respons yang cenderung stabil hingga periode ke-10. Perubahan yang terjadi pada suku bunga kebijakan langsung direspons oleh suku bunga PUAB pada periode pertama. Respons positif dapat diartikan bahwa jika terjadi peningkatan suku bunga kebijakan SBK maka akan meningkatkan suku bunga PUAB sesuai dengan kerangka pemikiran.

Pada gambar 3 (ii) menunjukkan respons variabel IHSG terhadap *shock* variabel rPUAB. Pada gambar (ii) dapat dilihat bahwa variabel IHSG merespons secara negatif perubahan yang terjadi pada variabel rPUAB pada periode ke-1 sebesar -53.75963 hingga periode ke-10 sebesar -2.829680. Respons negatif tersebut dapat diartikan bahwa penurunan suku bunga pasar uang antar bank akan mendorong harga saham naik karena imbal hasil saham memberikan keuntungan yang lebih tinggi daripada imbal hasil suku bunga deposito. Oleh sebab itu, permintaan terhadap saham meningkat yang kemudian mendorong kenaikan harga saham.

Respons variabel KONS terhadap *shock* variabel IHSG dapat dilihat pada gambar 3 (iii). Respons variabel konsumsi terhadap *shock* variabel IHSG pada periode pertama menunjukkan respons positif yaitu sebesar 3.007480 dan terus mengalami peningkatan hingga periode ke-10 sebesar . Namun, pada periode ke-3 menunjukkan respons positif sebesar 11.44100 hingga periode ke-10 sebesar 18.15225. Respons positif dapat diartikan bahwa ketika harga saham meningkat akan meningkatkan aliran pendapatan dan hasil penanaman pada saham yang akan diterima ke depan yang artinya terjadi peningkatan kekayaan yang kemudian akan meningkatkan konsumsi.

Pada gambar 3 (iv) menampilkan respons variabel inflasi terhadap *shock* variabel KONS. Inflasi belum merespons *shock* dari KONS pada periode pertama namun merespons secara positif dari periode ke-2 sebesar 0.045129 hingga periode ke-10 sebesar 0.070510. Respons positif menunjukkan bahwa jika terjadi peningkatan pada konsumsi maka hal tersebut akan menyebabkan peningkatan pada inflasi.

Variance Decomposition

Selain *impulse response*, model VAR juga menyediakan analisis *variance decomposition*. Analisis *variance decomposition* menggambarkan relatif pentingnya setiap variabel pada sistem VAR karena adanya *shock*. *Variance decomposition* berguna untuk memprediksi kontribusi persentase varian setiap variabel karena adanya perubahan suatu variabel tertentu di dalam sistem VAR (Widarjono, 2018). Berikut adalah kontribusi setiap variabel saat terjadi *shock* pada inflasi.

Tabel 7 Hasil Uji Variance Decomposition

Variance Decomposition of INF:						
Period	S.E.	INF	SBK	RPUAB	IHSG	KONS
1	1.11148	100.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000
2	1.42409	92.89978	0.61196	1.24554	5.14229	0.10043
3	1.72369	90.43274	1.21818	1.06946	7.12734	0.15229
4	1.99126	88.95832	1.53611	1.10749	8.12991	0.26817
5	2.22644	87.46751	1.81858	1.14262	9.28774	0.28356
6	2.44640	86.56604	1.97654	1.14227	10.00028	0.31487
7	2.64921	85.75919	2.09867	1.15800	10.65002	0.33412
8	2.83905	85.13713	2.19137	1.16338	11.15745	0.35067
9	3.01765	84.64039	2.26390	1.16913	11.56142	0.36517
10	3.18642	84.23278	2.32357	1.17376	11.89341	0.37648
Rata-rata		88.60939	1.60389	1.03716	8.49499	0.25457

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan *Eviews 12*

Tabel 7 menampilkan hasil uji dari *variance decomposition* yang memberikan informasi mengenai seberapa besar kontribusi dari masing-masing variabel tersebut. Pada periode pertama dapat dilihat bahwa perubahan variabel INF dipengaruhi oleh variabel INF itu sendiri sebesar 100 persen, sedangkan variabel lainnya tidak dapat memengaruhi perubahan inflasi. Pada periode ke-2 baru dapat dilihat pengaruh dari setiap variabel terhadap perubahan variabel INF yaitu kontribusi terbesar oleh variabel IHSG senilai 5.14229 persen setelah variabel INF sebesar 92.89978 persen, sedangkan variabel KONS

memiliki kontribusi terkecil senilai 0.10043 persen. Pada periode ke-3 variabel INF tetap memiliki kontribusi terbesar terhadap perubahan variabel itu sendiri, sedangkan untuk variabel RPUAB, IHSG, dan KONS kontribusinya meningkat dari periode sebelumnya.

Kontribusi yang cenderung mengalami peningkatan setiap periode adalah variabel SBK, rPUAB, IHSG dan KONS. Setiap variabel menunjukkan pengaruh yang berbeda terhadap inflasi dengan urutan persentase terbesar berdasarkan rata-rata yaitu variabel INF, IHSG, SBK, rPUAB dan KONS.

E. SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil estimasi VECM dapat disimpulkan bahwa hanya variabel IHSG dan KONS dalam penelitian ini yang berpengaruh signifikan dalam jangka panjang. Dari persamaan dengan membandingkan nilai t-statistik dan nilai t-tabel 1.68107 dengan tingkat signifikansi 0,05 bahwa secara statistik dan signifikan variabel IHSG berpengaruh positif dan signifikan terhadap inflasi dalam jangka panjang. Sedangkan variabel KONS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap inflasi. Untuk jangka pendek dengan membandingkan nilai t-statistik dan nilai t-tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 menunjukkan hanya variabel SBK yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel inflasi pada lag pertama.

Berdasarkan hasil analisis *impulse responses* dapat disimpulkan bahwa variabel SBK, rPUAB, IHSG, dan KONS merespons dengan cepat pada *lag optimum* dari perubahan yang terjadi pada masing-masing variabel pada awal periode setelah terjadinya *shock*. Hasil analisis *variance decomposition* menunjukkan bahwa selain dari variabel INF itu sendiri, masing-masing variabel memiliki kontribusi yang berbeda terhadap tingkat INF dengan urutan yang paling besar pengaruhnya adalah INF, IHSG, SBK, rPUAB dan KONS.

DAFTAR PUSTAKA

- Badan Pusat Statistik. (n.d.). *Konsumsi dan Pengeluaran*. Retrieved April 26, 2022, from <https://www.bps.go.id/subject/5/konsumsi-dan-pengeluaran.html>
- Bank Indonesia. (2020). *Fungsi Utama*. <https://www.bi.go.id/id/fungsi-utama/moneter/inflasi/Default.aspx>
- Bursa Efek Indonesia. (2018). *Saham*. <https://www.idx.co.id/produk/saham/>
- Juhro, S. M. (2020). *Pengantar Kebanksentralan Teori dan Kebijakan* (1st ed.). Rajawali Pers.
- Kumala, N. I., & Rosyidi, S. (2017). Komparasi Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Syariah dan Konvensional Melalui Jalur Harga Aset Terhadap Inflasi di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 4(10), 817. <https://doi.org/10.20473/vol4iss201710pp817-832>
- Mankiw, N. G. (2012). *Pengantar Ekonomi Makro* (Vol. 2). Salemba Empat.
- Pohan, A. (2008). *Potret Kebijakan Moneter Indonesia* (1st ed.). PT RajaGrafindo Persada.
- Sukirno, S. (2004). *Makroekonomi Teori Pengantar* (3rd ed.). PT RajaGrafindo Persada.
- Sukirno, S. (2009). *Mikroekonomi Teori Pengantar* (3rd ed.). Rajawali Pers.
- Warjiyo, P. (2004). Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia. In *Seri Kebanksentralan*.
- Warjiyo, P., & Juhro, S. M. (2020). *Kebijakan Bank Sentral Teori dan Praktik*. PT RajaGrafindo Persada.
- Warjiyo, P., & Solikin. (2003). Kebijakan Moneter di Indonesia. In *Seri Kebanksentralan Bank Indonesia*. Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan.
- Widarjono, A. (2018). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya* (5th ed.). UPP STIM YKPN.
- Zhang, H., & Huang, H. (2017). An Empirical Study of the Asset Price Channel of Monetary Policy Transmission in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(6). <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1230493>