

BAB II

TELAAH PUSTAKA, PENELITIAN TERDAHULU, KERANGKA KONSEP PENELITIAN

2.1. Telaah Pustaka

Bagian ini membahas telaah pustaka yang terdiri dari telaah pustaka tentang teori kebijakan moneter, kerangka kerja kebijakan moneter, perbedaan teori kebijakan moneter *Monetarist* dengan *Keynesian*, mekanisme transmisi kebijakan moneter, saluran transmisi kebijakan moneter dan penelitian terdahulu.

2.1.1. Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter merupakan tindakan pemerintah dalam rangka mencapai tujuan pengelolaan ekonomi makro (output, harga dan pengangguran) dengan cara mempengaruhi situasi makro melalui pasar uang atau dengan kata lain melalui proses penciptaan uang atau jumlah uang beredar (Djohanputro, 2006). Bofinger (2001) menyatakan bahwa *“monetary policy is manipulating of monetary instruments in order to achieve price stability, low unemployment and sustainable economic growth”*.

Kebijakan moneter berlangsung melalui kegiatan finansial dan kegiatan ekonomi non finansial. Kegiatan non finansial dari suatu perekonomian seperti investasi, konsumsi, ekspor, dan impor. Akan tetapi operasi kebijakan moneter Bank Sentral berlangsung lebih eksklusif di pasar-pasar finansial. Kebijakan moneter, melalui berbagai tindakan Bank Sentral yang murni finansial berpengaruh tidak saja terhadap keputusan-keputusan finansial yang dibuat perbankan, lembaga keuangan lainnya, dan para pelaku keuangan di pasar uang,

pasar dana dan kredit dan pasar modal, tetapi juga pada keputusan-keputusan ekonomi yang dibuat rumah tangga, perusahaan, dan para pelaku ekonomi di sektor riil.

2.1.2. Kerangka Kerja Kebijakan Moneter

Pelaksanaan kebijakan moneter di Indonesia dirumuskan Bank Indonesia dalam bentuk kerangka kerja kebijakan moneter yang terdiri dari kerangka operasional dan kerangka strategis (Gambar 2.1). Kerangka operasional terdiri dari *instrument* moneter dan sasaran operasional. Kerangka strategis terdiri dari sasaran antara dan sasaran akhir kebijakan moneter (Bank Indonesia, 2008). Instrumen pengendalian moneter merupakan alat-alat operasi yang dapat digunakan oleh Bank Sentral dalam mewujudkan tujuan akhir yang telah ditetapkan (Ascaraya, 2002).



Sumber: Bank Indonesia (2008)

Gambar 2.1
Kerangka Kerja Kebijakan Moneter

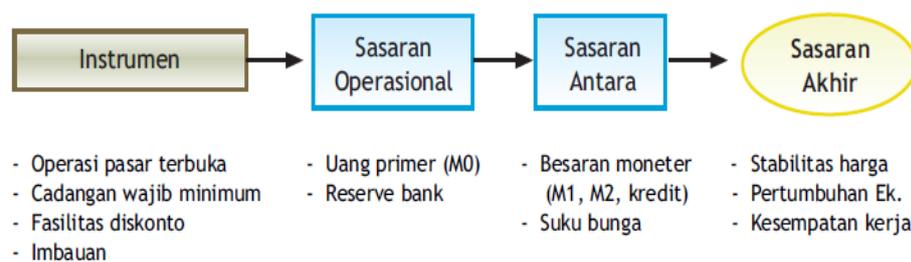
commit to user

Selanjutnya, untuk mencapai sasaran antara Bank Sentral memerlukan sasaran-sasaran yang bersifat operasional agar proses transmisi dapat berjalan sesuai dengan rencana. Kriteria sasaran yang dijadikan sebagai sasaran operasional (target operasional) antara lain dipilih dari variabel moneter yang memiliki hubungan yang stabil dengan sasaran antara, dapat dikendalikan dan diukur oleh Bank Sentral secara akurat, serta tidak sering direvisi (Mishkin, 2001). Sasaran operasional yang dapat digunakan antara lain uang primer (M0) dan suku bunga jangka pendek.

Proses Bank Sentral dalam menetapkan kebijakan moneter dimulai dari menetapkan target yang ingin dicapai yaitu kestabilan nilai tukar, besaran moneter, inflasi (stabilitas inflasi), atau output (pertumbuhan ekonomi). Penetapan target itu perlu dilakukan agar sasaran akhir kebijakan ekonomi bisa tercapai.

Proses berikutnya adalah memilih variabel pasar uang yang paling tepat untuk dikontrol agar perkembangannya dapat menunjang sasarnya. Variabel-variabel pasar uang tersebut dapat dijadikan indikator kebijakan moneter dengan syarat indikator tersebut mampu memberikan informasi yang konsisten dan meyakinkan (Burger, 1971). Indikator kebijakan moneter tersebut juga harus mampu dikendalikan dengan baik untuk diarahkan perkembangannya untuk menunjang usaha pencapaian target yang telah ditetapkan. Pengendalian indikator tersebut dilakukan oleh Bank Sentral dengan menggunakan *instrument* moneter yang dimiliki yaitu operasi pasar terbuka (OPT), fasilitas diskonto, giro wajib minimum dan himbauan moral (Bank Indonesia, 2008).

Proses selanjutnya adalah penetapan sasaran operasional yang tergantung pada pendekatan operasional apa yang digunakan oleh Bank Sentral, yaitu apakah pendekatan berdasarkan kuantitas besaran moneter (*quantity-based approach*) atau pendekatan berdasarkan harga besaran suku bunga (*price-based approach*).



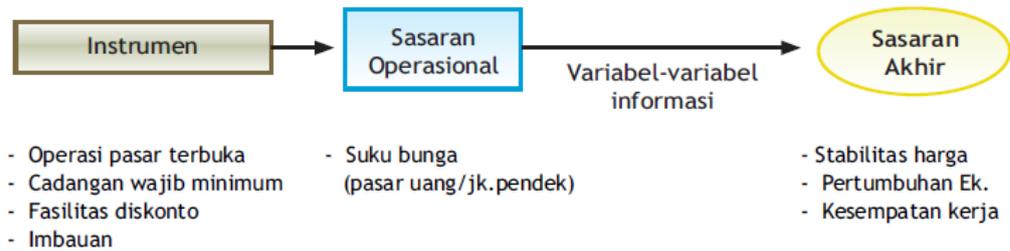
Sumber : Warjiyo (2004: 85)

Gambar 2.2
Kerangka Transmisi Operasional Pendekatan Kuantitas

Gambar 2.2 menyajikan Kerangka Transmisi Operasional Pendekatan Kuantitas, pendekatan kuantitas atau pendekatan *Monetarist* menggunakan uang primer (M0) sebagai sasaran operasional, dan sasaran antara berupa besaran moneter (M1, M2, kredit) dan suku bunga. Sasaran operasional ditetapkan untuk mencapai sasaran akhir yaitu stabilitas harga (inflasi), pertumbuhan ekonomi dan kesempatan kerja.

Kerangka transmisi operasional pendekatan harga (Keynesian) menggunakan suku bunga pada pasar uang jangka pendek sebagai sasaran operasional dengan sasaran akhir yaitu stabilitas harga (inflasi), pertumbuhan ekonomi dan kesempatan kerja. Kerangka transmisi kebijakan moneter pendekatan Keynesian tersebut diilustrasikan dalam Gambar 2.3.

commit to user



Sumber : Warjiyo (2004: 85)

Gambar 2.3. Kerangka Operasional dengan Pendekatan Harga

Perbedaan dari kedua pendekatan tersebut (pendekatan *Monetarist* dan *Keynesian*) terletak pada sasaran operasional dan sasaran antara. Pendekatan *Monetarist* menetapkan sasaran operasional berupa uang primer (M0) dengan sasaran antara berupa besaran moneter M1, M2 dan kredit, sedangkan pendekatan *Keynesian* menetapkan sasaran operasionalnya berupa tingkat bunga jangka pendek. Sasaran antara pada pendekatan *Keynesian* tidak ditetapkan secara tegas, namun pengaruh perubahan sasaran operasional ditransmisikan pada perubahan sasaran akhir melalui perkembangan beragam *information variables* yang berfungsi sebagai indikator *leading* dari perkembangan kegiatan ekonomi dan tekanan inflasi, misalnya, ekspektasi inflasi dan suku bunga jangka panjang (Warjiyo 2004).

Dalam mengkaji kebijakan moneter perlu disajikan pelaksanaan kebijakan moneter yang telah dilakukan otoritas moneter selama periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2014. Selama periode tersebut Bank Indonesia melaksanakan kebijakan moneter dengan sasaran operasional yang berbeda. Sasaran moneter berupa besaran moneter yaitu uang primer telah ditetapkan sebagai sasaran *commit to user*

operasional pada tahun 2000 sampai dengan Juli 2005. Periode berikutnya atau sejak Juli tahun 2005 Bank Indonesia menetapkan sasaran operasional berupa tingkat suku bunga jangka pendek. Penetapan kedua sasaran operasional moneter ini didasarkan atas dua pendekatan teori yaitu teori moneter dengan pendekatan *Monetarist* dan pendekatan *Keynesian*. Kedua aliran ini yang berbeda dalam menganalisis efektifitas kebijakan moneter terhadap sektor riil (Warjiyo dan Solikin, 2003).

2.1.3. Perbedaan Kebijakan Moneter *Monetarist* dengan *Keynesian*

Perbedaan kelompok *Monetarist* dan *Keynesian* menyangkut cara bekerjanya mekanisme pasar dan faktor-faktor pendorong perkembangan permintaan agregat dalam perekonomian (Ritter dan William, 1980). Kelompok *Monetarist* berasumsi bahwa perekonomian dapat berjalan secara sempurna sehingga harga dapat menyesuaikan apabila terjadi perbedaan antara permintaan dan penawaran. Naik atau turunnya harga dipengaruhi oleh jumlah uang yang beredar. Apabila kebijakan moneter yang ditempuh Bank Sentral dengan cara menentukan jumlah uang yang beredar (JUB), maka sepenuhnya JUB akan mempengaruhi perkembangan harga. Dengan alasan ini kelompok *Monetarist* berpendapat bahwa kebijakan moneter hanya berpengaruh terhadap nilai nominal (bukan nilai riil) permintaan agregat melalui perubahan harga-harga tersebut dengan pengaruh yang relatif stabil. Hal ini sejalan dengan pendapat Friedman (2000), "*inflation always and every where a monetary phenomenon*", kenaikan harga (inflasi) akan selalu ada dan di manapun merupakan fenomena moneter.

Di sisi lain kelompok *Keynesian* berpendapat bahwa permasalahan perekonomian sangat kompleks sehingga tidak bisa diselesaikan dengan hanya pengendalian uang, karena banyak faktor berperan penting dalam mendorong kegiatan ekonomi. Kondisi pasar diasumsikan tidak selalu dalam keadaan seimbang, karena terjadi beberapa kekakuan dalam bekerjanya mekanisme pasar dalam perekonomian. Situasi ini terjadi misalnya karena pengaturan harga suatu komoditi oleh pemerintah, pembuatan perjanjian kontrak kerja secara sepihak oleh pengusaha.

Dengan kondisi ini, apabila terjadi *shocks* (kejutan) dalam perekonomian, misalkan kebijakan moneter yang secara aktif melakukan pelonggaran atau pengetatan akan berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi riil dalam jangka pendek, meskipun pada akhirnya dalam jangka panjang perkembangan harga juga akan terpengaruh (Warjiyo, 2004). Kesimpulannya menurut kelompok *Keynesian* kebijakan moneter berpengaruh terhadap sektor perekonomian riil.

Perbedaan berikutnya menyangkut motif permintaan uang. *Monetarist* menitikberatkan perhatian pada permintaan uang untuk tujuan transaksi. *Keynesian* mendasarkan permintaan uang pada tiga motif, yaitu transaksi, berjaga-jaga (*precautionary*), dan spekulasi. Perbedaan fungsi uang ini menimbulkan pengaruh yang berbeda terhadap output dan harga dalam perekonomian.

Permintaan uang *Monetarist* dirumuskan sebagai suatu fraksi terhadap penghasilan mereka. Suatu kenaikan *money supply* akan meningkatkan pendapatan (Y atau GNP), dan kenaikan Y ini akan berhenti apabila *money demand* sama dengan *money supply*. Jadi pendapatan akan meningkat sampai

seluruh kenaikan *money supply* itu diserap dalam kenaikan permintaan uang untuk tujuan transaksi (*transaction demand*) dan *Monetarist* sama sekali tidak menyinggung pengaruhnya terhadap tingkat bunga. Atas dasar asumsi-asumsi di atas maka aliran *Monetarist* dengan pendekatan kuantitas lebih merekomendasikan transmisi kebijakan moneter melalui penggunaan sasaran jumlah uang beredar (Sarwono dan Warjiyo, 1998).

Teori *Keynesian* mendasarkan permintaan uang pada tiga motif, yaitu transaksi, berjaga-jaga (*precautionary*), dan spekulasi. Motif transaksi didasarkan pada variabel pendapatan (Y), sedangkan motif berjaga-jaga dan spekulasi didasarkan pada variabel pendapatan dan tingkat suku bunga (i). *Keynesian* tradisional merupakan pendekatan jalur harga (*price channel*), pendekatan ini menempatkan tingkat suku bunga sebagai sasaran operasional Bank Sentral.

Pendekatan *Keynesian* pada tahun 70-an mengalami perkembangan pesat dengan munculnya beberapa jalur, seperti jalur kekayaan (*wealth channel*) dan jalur harga relatif (teori portofolio). Bahkan perkembangan selanjutnya, pada jalur harga ini telah muncul jalur baru seperti jalur nilai tukar atau *exchange rate channel* (Miskhin, 1995b).

Apabila dilihat dari sisi *money supply* kaum *Keynesian* memiliki pandangan yang berbeda dengan *Monetaris*, *Keynesians* berpendapat bahwa *money supply* mempengaruhi GNP melalui jalur tidak langsung dan juga kurang meyakinkan, terutama karena anggapan bahwa *velocity* tidak stabil baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hal ini dapat dijelaskan oleh *Keynesian* dengan tiga asumsi (Ritter dan William, 1980).

Asumsi pertama, diumpamakan Bank Sentral meningkatkan *money supply* melalui operasi pasar terbuka (OPT) dengan melakukan pembelian surat-surat berharga milik pemerintah, maka terjadi kenaikan likuiditas namun kenaikan likuiditas ini tidak dibelanjakan masyarakat. Dengan demikian *money supply* memang naik, tetapi GNP tidak berubah. Maka *velocity* akan turun dan terjadi *liquidity trap*.

Asumsi kedua adalah *demand for money* (M_d) itu sangat stabil, M_d merupakan fungsi tingkat bunga. Penjelarasannya adalah perubahan *money supply* tidak akan mempengaruhi GNP apabila pada saat yang sama terjadi perubahan permintaan uang. Fungsi *demand* tergantung pada tingkat bunga, sehingga perubahan tingkat bunga akan mempengaruhi permintaan investasi dan *income*. Jika tingkat bunga tetap maka investasi dan *income* tidak akan berubah.

Asumsi ketiga adalah jika terjadi kelebihan uang kas dapat dibelanjakan masyarakat untuk membeli aset finansial berupa surat-surat berharga (SSB), sehingga permintaan terhadap SSB meningkat dan harga SSB akan naik dan tingkat bunga turun, namun GNP masih belum terpengaruh.

Jika penurunan tingkat bunga mampu mendorong minat produsen dan konsumen untuk meminjam dana dan dibelanjakan untuk barang-barang maka GNP akan naik. Jadi menurut Keynesians, *money supply* mempengaruhi GNP secara tidak langsung dan tidak dapat diprediksi secara pasti. Oleh karena itu, aliran Keynesian merekomendasikan penggunaan sasaran suku bunga dalam melaksanakan kebijakan moneter dan kuantitas uang mempengaruhi output

commit to user

(sektor riil) secara tidak langsung melainkan secara bertahap melalui mekanisme transmisi kebijakan moneter (Kelilume, 2014).

2.1.4. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Taylor (1995) menyatakan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter adalah "*The process through which monetary policy decisions are transmitted into changes in real GDP and inflation*". Artinya mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan jalur-jalur yang dilalui kebijakan moneter untuk dapat mempengaruhi sasaran akhir kebijakan moneter yaitu pendapatan nasional riil dan inflasi.

Mekanisme transmisi kebijakan moneter (MTKM) pada dasarnya adalah suatu kerangka yang menjelaskan pengaruh implementasi dari suatu kebijakan moneter terhadap kegiatan ekonomi (Maski, 2007). Mekanisme ini menggambarkan tindakan otoritas moneter melalui perubahan-perubahan instrumen moneter dan target operasionalnya mempengaruhi berbagai variabel ekonomi dan keuangan sebelum akhirnya berpengaruh ke sasaran akhir kebijakan moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan suatu proses yang kompleks. Kompleksitas yang melekat kuat pada mekanisme transmisi kebijakan moneter (MTKM) menyebabkan sulit mendapatkan informasi yang luas dan mendalam mengenai bagaimana proses kebijakan moneter tersebut berjalan, sehingga seringkali dalam teori ekonomi moneter sering disebut dengan "*black box*". Mishkin menyatakan mekanisme transmisi moneter ini sebagai kotak hitam karena pada dasarnya dapat diketahui bahwa kebijakan moneter akan

commit to user

mempengaruhi inflasi dan pertumbuhan ekonomi, akan tetapi tidak diketahui dengan pasti bagaimana cara bekerjanya kebijakan moneter dalam mempengaruhi inflasi dan pertumbuhan ekonomi (Miskhin 1995a).

Efektifitas kebijakan moneter sangat tergantung pada mekanisme transmisinya, maka penelitian tentang mekanisme transmisi kebijakan moneter selalu menjadi hal yang menarik untuk dilakukan. Untuk melihat bagaimana bekerjanya transmisi kebijakan moneter, maka berikut ini dijelaskan tahapan dari mekanisme kebijakan moneter.

2.1.4.1. Tahapan Transmisi Kebijakan Moneter

Pada dasarnya transmisi kebijakan moneter merupakan interaksi antara otoritas moneter atau Bank Sentral dengan perbankan, lembaga keuangan lainnya dan pelaku ekonomi sektor riil. Pohan (2008) menyatakan bahwa interaksi ini terjadi melalui dua tahapan perputaran uang. **Pertama**, interaksi antara Bank Sentral dengan perbankan dan lembaga keuangan lainnya dalam berbagai transaksi keuangan. **Kedua**, interaksi yang berkaitan dengan fungsi intermediasi antara perbankan dan lembaga keuangan lainnya dengan pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas di sektor ekonomi riil.

Interaksi di pasar keuangan terjadi pada sistim pengendalian moneter tidak langsung dilakukan melalui pasar keuangan. Di satu sisi, Bank Sentral melakukan operasi moneter melalui transaksi keuangan dengan dunia perbankan. Di sisi lain, perbankan dan lembaga keuangan lainnya melakukan transaksi keuangan dalam bentuk portofolio investasinya, baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabahnya. Interaksi ini dapat terjadi, baik melalui pasar uang

commit to user

maupun pasar valuta asing. Interaksi antara Bank Sentral dengan perbankan seperti ini akan berpengaruh terhadap volume maupun harga-harga aset.

Interaksi di pasar uang dalam mata uang domestik seperti Rupiah (Indonesia), terjadi ketika Bank Sentral melakukan operasi moneter dengan target yang ditetapkan, apakah target kuantitas uang primer atau target suku bunga jangka pendek. Sementara itu, bank-bank dalam pengelolaan likuiditasnya melakukan transaksi di pasar uang domestik yang pada umumnya ditujukan untuk menjaga posisi rekeningnya di Bank Sentral untuk pemenuhan Giro Wajib Minimum (GWM), penanaman dana dalam surat-surat berharga, dan pinjaman antar bank. Interaksi ini akan berpengaruh pada besaran moneter seperti uang primer dan cadangan bank (*bank reserve*), suku bunga jangka pendek, posisi investasi pada sekuritas jangka pendek seperti SUN atau SPN atau *treasure bills*. Dalam hal ini bank sentral melakukan pelonggaran moneter (ekspansi moneter), likuiditas moneter di pasar domestik akan meningkat dan suku bunga jangka pendek akan menurun. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika Bank Sentral melakukan pengetatan kebijakan moneter.

Menurut Warjiyo dan Solikin (2003), interaksi di pasar valuta asing terjadi ketika Bank Sentral melakukan operasi moneter melalui intervensi atau sterilisasi dalam mata uang asing dalam rangka stabilisasi nilai tukar. Interaksi ini akan berpengaruh terhadap perkembangan nilai tukar dan volume transaksi valuta asing maupun posisi cadangan devisa yang dimiliki Bank Sentral dan perbankan. Apabila ingin melakukan stabilisasi namun nilai tukar yang sedang melemah, Bank Sentral melakukan intervensi dengan menjual atau menambah pasokan mata

uang asing di pasar uang sehingga nilai tukar terdorong kembali menguat dan stabil.

Interaksi di pasar modal terjadi sebagai akibat dari perubahan penanaman dana dalam suatu portofolio investasi yang terdiri dari surat-surat berharga. Perubahan likuiditas, volume transaksi, suku bunga, dan nilai tukar akan berpengaruh pada perkembangan harga dan volume perdagangan saham dan obligasi korporasi di pasar modal. Apabila suku bunga di pasar uang naik, harga saham dan obligasi di pasar modal akan cenderung menurun dan sebaliknya.

Interaksi dari transmisi kebijakan moneter melibatkan dunia perbankan dengan pelaku ekonomi di sektor riil. Dalam konteks ini, perbankan berperan sebagai lembaga intermediasi yaitu memobilisasi dana masyarakat dalam bentuk simpanan dan menyalurkannya dalam bentuk kredit dan pembiayaan lainnya kepada masyarakat dan dunia usaha. Di sisi mobilisasi dana interaksi tersebut akan mempengaruhi suku bunga, volume tabungan dan deposito yang merupakan komponen dari uang beredar M_1 (uang dalam arti sempit) dan M_2 (uang dalam arti luas). Untuk menambah uang beredar dilakukan dengan menaikkan suku bunga (*ceteris paribus*) sehingga minat menabung akan meningkat. Sementara itu di sisi penyaluran dana, interaksi ini akan berpengaruh pada perkembangan kredit perbankan kepada masyarakat. Jika perbankan ingin meningkatkan ekspansi kreditnya (*ceteris paribus*), suku bunga kredit akan turun sehingga minat meminjam dana meningkat.

Interaksi perbankan juga berpengaruh pada perkembangan pasar modal, baik dilihat dari sisi penanaman oleh investor maupun dari sisi sumber

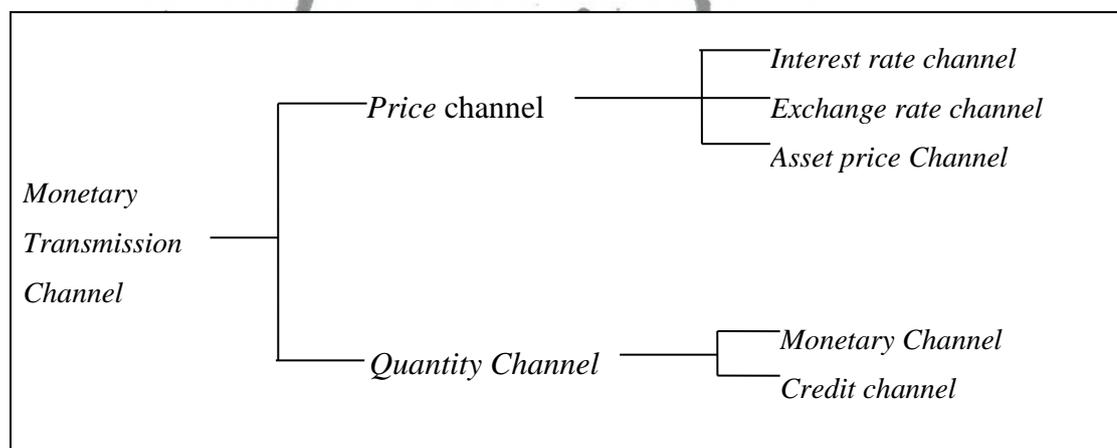
pembiayaan oleh perusahaan emiten. Apabila suku bunga simpanan bank cenderung menurun, investor akan mengalihkan sebagian simpanannya di bank ke surat-surat berharga seperti saham ataupun obligasi, demikian juga sebaliknya. Sementara itu pengaruh interaksi perbankan terhadap dunia usaha melalui pasar modal terjadi karena dunia usaha membutuhkan dana tidak hanya dari kredit perbankan, namun juga dari emisi saham atau obligasi. Dalam hal ini, jika perbankan membatasi ekspansi kredit dengan cara menaikkan suku bunga kredit, maka perbankan lebih tertarik memperoleh dana dari pasar modal daripada kredit perbankan.

2.1.4.2. Saluran Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan jalur yang dilalui oleh sebuah kebijakan moneter untuk mempengaruhi kondisi perekonomian, terutama pendapatan nasional. Mekanisme transmisi kebijakan moneter terjadi melalui interaksi antara Bank Sentral, perbankan, dan sektor keuangan, serta sektor riil. Interaksi ini bekerja melalui berbagai saluran atau jalur transmisi kebijakan moneter.

Jalur transmisi kebijakan moneter menurut Oh (1999) terdiri dari jalur transmisi dengan pendekatan *Monetarist* yaitu jalur kuantitas (*quantity channel*) dan pendekatan *Keynesian* dikenal dengan jalur harga (*price channel*) disajikan dalam Gambar 2.4. Pendekatan kuantitas dipresentasikan oleh jalur *Monetarist* (kuantitas uang beredar) dan jalur kuantitas kredit. Jalur *Monetarist* disebut juga sebagai jalur langsung, menganggap bahwa kenaikan jumlah uang beredar akan langsung menaikkan pengeluaran masyarakat, yang pada gilirannya akan

meningkatkan pendapatan. Jalur kredit (*Credit channel*) merupakan kritik terhadap jalur tingkat suku bunga yang menganggap bahwa komponen suku bunga sebagai variabel harga modal sangat sulit diidentifikasi. Pendekatan kredit ini beranggapan bahwa meningkatnya jumlah uang beredar sebagai akibat adanya ekspansi moneter akan meningkatkan kredit, berikutnya akan meningkatkan investasi dan pendapatan.



Sumber :Oh (1999:104)

Gambar 2.4
Saluran Transmisi Kebijakan Moneter

Pendekatan *Keynesian* merupakan pendekatan jalur harga (*price channel*), pendekatan ini menempatkan tingkat suku bunga sebagai sasaran operasional Bank Sentral. Pendekatan *Keynesian* pada tahun 70-an mengalami perkembangan pesat dengan munculnya beberapa jalur, seperti jalur kekayaan (*wealth channel*) dan jalur harga relatif (teori portofolio). Bahkan perkembangan terakhir, pada jalur harga ini telah muncul jalur baru seperti jalur nilai tukar /*exchange rate channel* (Miskhin, 2001).

Menurut Bofinger (2001), mekanisme transmisi kebijakan moneter bekerja melalui beberapa saluran yaitu saluran langsung (*direct monetary channel*), saluran kredit perbankan (*credit channel*), saluran suku bunga (*interest rate channel*), saluran aset harga (*asset price channel*), dan saluran ekpektasi inflasi (*expectation channel*).

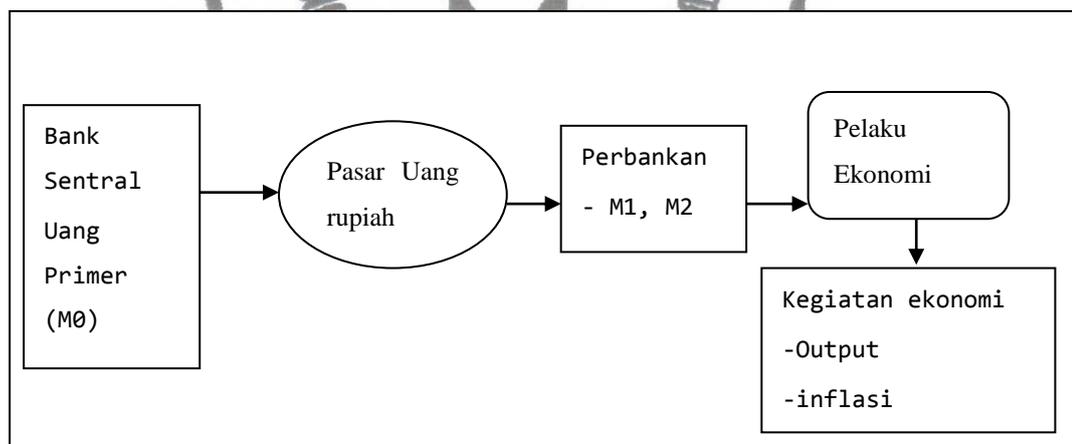
2.1.4.2.1. Saluran Langsung (*Quantity Channel*)

Substansi utama transmisi kebijakan moneter pendekatan jalur langsung (*quantity channel*) mengacu pada teori klasik yaitu dominasi peranan uang dalam perekonomian didasarkan teori kuantitas uang (*Quantity Theory of Money*) yang dijelaskan Irving Fisher (dalam Pohan, 2008). Teori ini menjadi kerangka kerja mengenai analisis hubungan langsung antara pertumbuhan uang beredar dengan inflasi. Model ini dikenal dengan "*The equation of exchange*" dinyatakan dalam persamaan identitas, $M V = P T$ yaitu uang beredar (M) dikalikan dengan tingkat perputaran uang atau *income velocity* (V) sama dengan tingkat harga (P) dikalikan dengan jumlah output riil (T). Dalam keseimbangan ekonomi, jumlah uang beredar yang digunakan dalam transaksi (MV) sama dengan jumlah output nominal (*output* dihitung berdasarkan harga yang berlaku) yang ditransaksikan dalam ekonomi (harga dikalikan dengan *output* riil). Teori kuantitas uang ini menekankan bahwa permintaan uang oleh masyarakat hanya digunakan untuk keperluan transaksi.

Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran uang (Gambar 2.5) merupakan konsekuensi langsung dari proses perputaran uang dalam perekonomian yang terdiri dari dua tahapan (Warjiyo, 2004). Tahapan *pertama* *commit to user*

Bank Sentral melakukan operasi moneter untuk mengendalikan uang beredar di masyarakat (M_1 dan M_2) melalui pengaturan uang primer (*base money*) atau M_0 sebagai sasaran moneter. Tahapan *kedua*, perbankan mengelola likuiditasnya dalam bentuk cadangan (*bank reserves*) yang dapat digunakan sewaktu-waktu sebagai muara kegiatan utama bank yaitu perkreditan dan penyaluran dana lainnya.

Tahapan pertama ini interaksi antar Bank Sentral dengan perbankan di pasar domestik tercermin dari pengganda uang atau *money multiplier* yang menghubungkan *base money* (M_0) dengan uang beredar (M), secara matematis dihitung sebagai berikut (Fisher, 1911 dalam Warjiyo, 2004) : $m = M / M_0$



Sumber: dimodifikasi dari Warjiyo (2004:16)

Gambar 2.5.
Saluran Kuantitas Uang

Tahap kedua interaksi antarbank dengan para pelaku ekonomi, ditunjukkan dengan hubungan antara uang beredar dengan transaksi ekonomi. Interaksi ini menjadi kerangka kerja analisis hubungan langsung antara uang beredar dengan ekonomi riil yaitu output dan inflasi.

commit to user

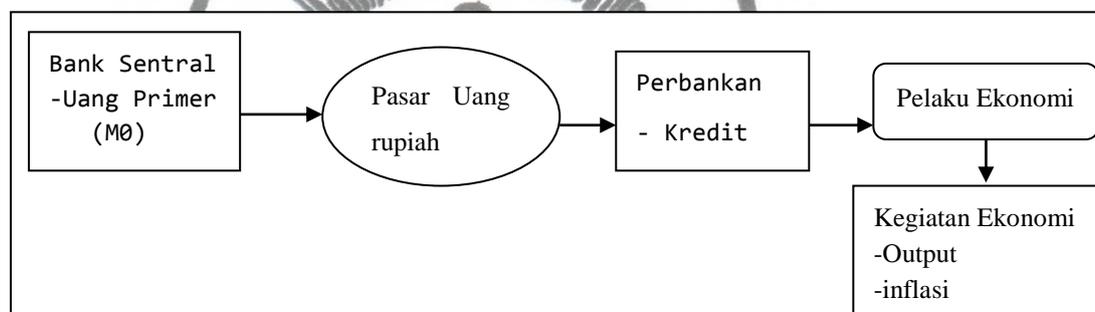
Dapat disimpulkan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran uang dimulai dari tindakan Bank Sentral mengendalikan uang primer (*base money*) yang disesuaikan dengan sasaran akhir yang ingin dicapai. Kemudian uang primer ini, dengan proses multiplier (*money multiplier*) ditransmisikan ke jumlah uang beredar (M_1 , M_2) disesuaikan dengan permintaan masyarakat. Transmisi jalur uang ini bertujuan menyeimbangkan jumlah uang beredar (*supply of money*/ M_s) dengan permintaan uang (*demand of money*/ M_d) yang pada akhirnya, jumlah uang beredar ini akan mempengaruhi perekonomian yaitu inflasi dan output riil.

2.1.4.2.2. Saluran Pinjaman Bank

Pendekatan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran kredit didasarkan asumsi bahwa tidak semua simpanan masyarakat dalam bentuk uang (M_1 , M_2) yang disalurkan perbankan dalam bentuk kredit. Fungsi intermediasi perbankan tidak selalu berjalan sempurna, dalam arti kenaikan simpanan masyarakat secara proporsional tidak selalu diikuti oleh kenaikan kredit yang disalurkan. Oleh karena itu, yang berpengaruh terhadap ekonomi riil adalah kredit perbankan dan bukanlah simpanan masyarakat yang tercermin dalam jumlah uang beredar.

Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran kredit disajikan dalam Gambar 2.6. Mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran kredit dapat dijelaskan dalam tahapan berikut: pada tahap pertama, interaksi antara Bank Sentral dengan perbankan terjadi di pasar uang rupiah. Bank Sentral sebagai pelaksana operasi moneter dengan sasaran operasionalnya berupa *base money*

(M0) melakukan transaksi dengan perbankan di pasar uang. Transaksi dengan perbankan dilakukan untuk mengendalikan jumlah uang yang beredar dengan cara memperjual belikan instrumen keuangan jangka pendek di pasar uang. Interaksi yang terjadi di pasar uang bagi Bank Sentral akan mempengaruhi suku bunga instrumen keuangan jangka pendek yang ditawarkannya. Bagi perbankan interaksi dipasar keuangan akan mempengaruhi besarnya dana yang akan dialokasikan dalam bentuk instrumen likuiditas maupun penyaluran kreditnya.



Sumber: Warjiyo (2004:26)

Gambar 2.6
Saluran Kuantitas Kredit Perbankan

Tahapan berikutnya adalah proses perputaran uang dalam ekonomi, saluran kredit lebih menekankan pentingnya kredit dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter. Proses perputaran uang dalam saluran kredit yang tidak selalu berada dalam keseimbangan atau perbankan kesulitan menyalurkan semua simpanan masyarakat dalam bentuk kredit.

Kondisi ketidak seimbangan kredit ini disebabkan oleh faktor eksternal dan internal perbankan. Faktor eksternal yang mempengaruhi kredit perbankan adalah kepercayaan perbankan terhadap calon debiturnya, sehingga tidak semua

commit to user

permintaan kredit debitur dipenuhi oleh perbankan. Hal ini disebabkan kondisi keuangan debitur yang dinilai bank tidak *feasible* disebabkan karena tingginya rasio utang dibandingkan modal (*leverage*), resiko kredit macet dan *moral hazard*.

Faktor internal yang mempengaruhi kredit perbankan berasal dari kondisi dana perbankan itu sendiri seperti aspek permodalan atau *Capital Adequacy Ratio* (CAR), jumlah kredit macet atau *Non Performing Loans* (NPL) dan *Loan Deposit Ratio* (LDR). Penyebab lain adalah informasi yang tidak simetris (*assymetric information*) antara debitur dengan perbankan. Semua faktor di atas menyebabkan pasar kredit tidak selalu berada dalam keseimbangan sehingga menimbulkan ketidaksempurnaan pasar finansial terhadap sektor perekonomian riil.

Tahapan selanjutnya adalah transmisi kebijakan moneter dari perbankan ke sektor riil yang dipengaruhi oleh kondisi pada pasar kredit. Perkembangan pasar kredit perbankan selanjutnya akan berpengaruh pada inflasi dan output melalui perkembangan investasi dan konsumsi. Melalui perkembangan investasi, yaitu volume kredit investasi perbankan akan mempengaruhi suku bunga kredit investasi yang merupakan *cost of capital* terhadap permintaan investasi. Melalui perkembangan konsumsi yaitu pengaruh volume kredit konsumsi perbankan akan mempengaruhi konsumsi rumah tangga karena efek substitusi (*substitution effect*) dan efek pendapatan (*income effect*). Pengaruh melalui investasi dan konsumsi tersebut akan berdampak pada besarnya permintaan agregat dan akhirnya akan menentukan tingkat inflasi dan output riil dalam perekonomian.

2.1.4.2.3. Saluran Nilai Tukar

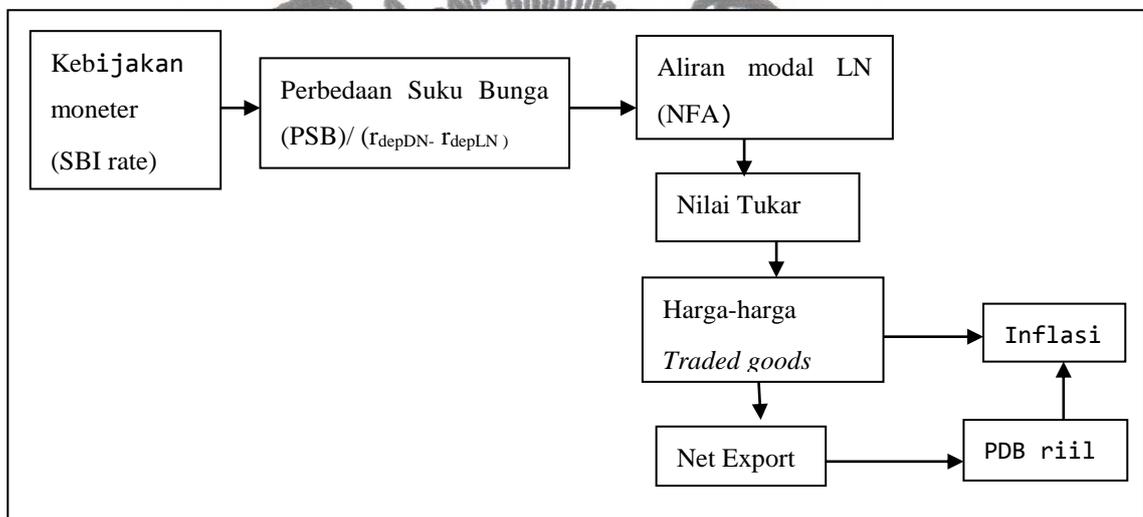
Dalam suatu perekonomian terbuka dan menganut sistem nilai tukar mengambang bebas, saluran nilai tukar menjadi sangat penting. Pergerakan nilai tukar mempengaruhi permintaan dan penawaran agregat. Pelonggaran kebijakan moneter akan mendepresiasi mata uang domestik dan meningkatkan harga barang-barang impor, sehingga meningkatkan harga-harga barang domestik meskipun tidak ada ekspansi permintaan agregat. Dalam kasus ini, nilai tukar dikenal sebagai suatu *signal* bagi pergerakan harga pada masa yang akan datang.

Di banyak negara yang mengalami laju inflasi yang tinggi, kondisi ini menyebabkan terjadinya peningkatan upah dan harga bahkan pada saat sebelum dampak biaya-biaya impor bekerja. Sementara itu, beberapa negara yang mengadopsi rezim mengambang terkendali, kebijakan moneter kurang efektif meskipun tidak benar-benar hilang. Kadang-kadang terdapat *band* yang relatif lebar sehingga nilai tukar dapat berfluktuasi. Lebih lanjut jika terdapat suatu substitusi tidak sempurna antara aset domestik dan aset asing, maka akan terdapat suatu ruangan yang cukup luas bagi nilai tukar untuk berfluktuasi. Dalam lingkungan seperti ini, kebijakan moneter masih memiliki pengaruh terhadap volume ekspor meski dengan efek yang kecil dan tenggat waktu (*time lag*) yang lebih panjang.

Nilai tukar merupakan salah satu variabel penting dalam mekanisme transmisi. Obstfeld dan Rogoff (1995), menjelaskan bagaimana kebijakan moneter mempengaruhi nilai tukar dan akhirnya mempengaruhi output dan inflasi. Dalam penelitian mereka membahas pemikiran Mundel (dalam Mankiw, 2005), yang

commit to user

menyatakan bahwa mobilitas modal secara sempurna akan mengarah pada suatu hubungan yang sederhana antara suku bunga jangka pendek dan nilai tukar. Hubungan yang dikenal dengan nama paritas suku bunga ini menyatakan bahwa perbedaan tingkat suku bunga antara dua negara sama dengan ekspektasi perubahan nilai tukar kedua negara tersebut. Jika keseimbangan tidak terjadi maka, modal mengalir ke negara yang memiliki *return* yang lebih tinggi.



Sumber: diadopsi dari Warjiyo (2004,22)

Gambar 2.7
Saluran Nilai Tukar

Paritas suku bunga (PSB) merupakan perbedaan suku bunga deposito dalam negeri dikurangi suku bunga deposito luar negeri ($r_{\text{depDN}} - r_{\text{depLN}}$). PSB ini menjelaskan bagaimana perubahan tingkat suku bunga jangka pendek akan mempengaruhi nilai tukar nominal. Dalam kondisi seperti ini, jika Bank Sentral menaikkan tingkat suku bunga jangka pendek maka nilai tukar akan mengalami apresiasi terhadap mata uang domestik. Sifat hubungan tersebut akan tergantung pada aransemen dari sistem nilai tukar. Dalam sistem nilai tukar yang

mengambang bebas, semakin tinggi substitusi antara aset domestik dengan asing, maka akan semakin tinggi respons nilai tukar terhadap perubahan kebijakan suku bunga. Sebaliknya, dalam sistem nilai tukar tetap, jika aset domestik dengan asing bersubstitusi secara sempurna, maka pergerakan kebijakan moneter akan diatasi oleh aliran modal, sehingga kondisi moneter tidak mengalami perubahan.

Melalui saluran nilai tukar, peningkatan suku bunga secara teoritis akan menyebabkan apresiasi rupiah. Apresiasi rupiah berdampak menurunkan harga barang modal dan bahan baku impor, selanjutnya dalam jangka pendek meningkatkan *profit margin* perusahaan, dan melalui *under pricing to market mechanism* mendorong perusahaan untuk meningkatkan produksi, sehingga meningkatkan penawaran agregat. Di lain pihak, apresiasi rupiah menurunkan *term of trade* barang-barang produk dalam negeri, yang membuat harga relatif barang impor lebih menarik daripada dalam negeri, sehingga mempengaruhi komposisi konsumsi masyarakat yang pada akhirnya mempengaruhi permintaan agregat.

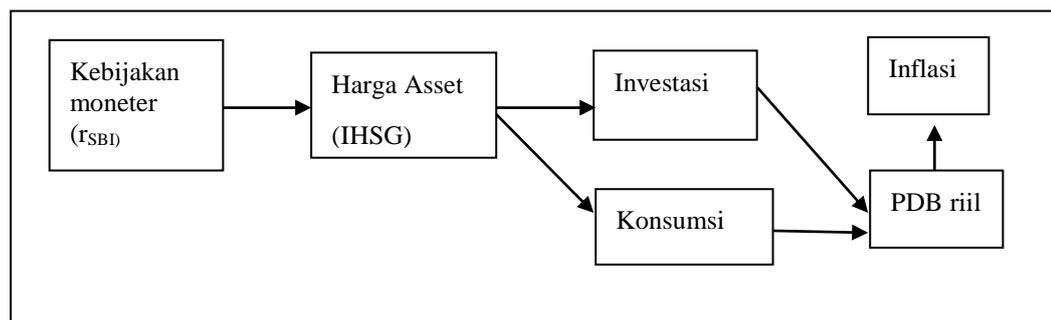
Menurut Mishkin (2001), transmisi pada jalur nilai tukar ini terjadi melalui penurunan suku bunga (i), kemudian akan menurunkan juga nilai tukar mata uang (E) atau depresiasi. Penurunan suku bunga akan menyebabkan deposito dalam mata uang rupiah akan menurun, sedangkan deposito dalam bentuk mata uang asing misalnya dollar akan meningkat sehingga nilai dollar secara relatif akan lebih tinggi dibandingkan rupiah. Depresiasi menyebabkan harga barang domestik menjadi murah sehingga daya saingnya akan meningkat. Peningkatan daya saing menghasilkan peningkatan penghasilan perdagangan luar negeri (NX). Surplus

perdagangan luar negeri akan mendorong kenaikan pendapatan (Y). Hubungan antar variabel pada saluran nilai tukar sebagai berikut:

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

2.1.4.2.4. Saluran Harga Aset

Mekanisme transmisi kebijakan moneter pada saluran harga aset dapat berlangsung melalui dua jalur yaitu jalur aset yang mempengaruhi *wealth effect* (kekayaan masyarakat) dan *yield effect* (kekayaan investasi), yang selanjutnya mempengaruhi pengeluaran investasi dan konsumsi. Apabila Bank Sentral melakukan kebijakan moneter kontraktif, maka akan mendorong kenaikan suku bunga dan selanjutnya akan menekan harga pasar aset perusahaan. Penurunan harga aset dapat berakibat pada dua hal, yaitu berkurangnya kemampuan perusahaan untuk melakukan ekspansi dan menurunkan nilai kekayaan (pendapatan) yang pada akhirnya akan mengurangi pengeluaran konsumsi (Rahardjo, 2009).



Sumber: diadopsi dari Warjiyo (2004,23)

Gambar.2.8
Saluran Harga Aset

Pentingnya pergerakan harga aset untuk mengukur kegiatan ekonomi melalui pengaruh *wealth and yields effect* mulai populer sejak tahun 1980-an,

karena harga aset memiliki ciri-ciri *forward looking* yang mencerminkan ekspektasi tentang aliran pendapatan pada masa yang akan datang sebagai kandungan informasi yang penting tentang inflasi pada masa yang akan datang. Fenomena ini berlaku di beberapa negara dan perlu dideteksi apakah juga berlaku di Indonesia. Dalam konteks ini, saluran-saluran yang memberikan aksentuasi yang penting terhadap mekanisme transmisi kebijakan adalah *Tobin's theory* (Tobin-Q) dan pengaruh kekayaan (*wealth effect*) dari konsumsi. Transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset dengan pendekatan Tobin-Q .

Teori Tobin's q tentang mekanisme transmisi efek kebijakan moneter dalam perekonomian melalui penilaian terhadap ekuitas. Tobin (1969) mendefinisikan q sebagai nilai pasar perusahaan dibagi dengan biaya penggantian modal. Jika q tinggi berarti nilai pasar perusahaan relatif lebih tinggi dari biaya penggantian modal, dan rencana perluasan perusahaan baru dan perlengkapan berikutnya relatif murah dibandingkan nilai pasar dari hasil perusahaan. Oleh karena itu perusahaan dapat menerbitkan ekuitas baru dan memperoleh harga yang relatif tinggi dibandingkan perluasan usaha dan pembelian perlengkapan baru. Pada akhirnya perusahaan meningkatkan pengeluaran investasi hanya dengan mengeluarkan sedikit ekuitas.

Sebaliknya bila nilai q rendah perusahaan tidak akan membeli investasi baru karena nilai pasar perusahaan lebih rendah dari biaya modal. Jika perusahaan ingin memperoleh modal pada saat nilai q rendah, maka lebih baik perusahaan tersebut membeli perusahaan lain yang lebih murah serta memperoleh modal

(kapital) yang sudah lama. Transmisi moneter jalur aset melalui Tobin-Q dapat di gambarkan sebagai berikut (Mishkin, 2001)

$$\mathbf{M} \uparrow \rightarrow \mathbf{P}_e \uparrow \rightarrow \mathbf{q} \uparrow \rightarrow \mathbf{I} \uparrow \rightarrow \mathbf{Y} \uparrow$$

Kenaikan penawaran uang (M) akan meningkatkan harga aset (Pe) yang berdampak pada peningkatan asset keuangan (q). Meningkatnya asset keuangan akan menaikkan investasi, gilirannya meningkatkan pendapatan (Y).

Saluran transmisi moneter melalui harga aset lainnya berlangsung melalui *wealth effects* terhadap konsumsi. Jalur ini disarankan oleh Modigliani (1971) dalam teori konsumsi seumur hidup (*life cycle consumption*). Pengeluaran konsumsi ditentukan oleh penghasilan seumur hidup konsumen yang terdiri atas *human capital*, *real capital* dan *financial wealth*. Komponen utama dari *financial wealth* adalah *common stock*. Bila harga stock naik, nilai *financial wealth* naik, sehingga meningkatkan konsumsi jangka panjang (*life time*) konsumen. Transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset *wealth effect* adalah sebagai berikut (Miskhin, 2001)

$$\mathbf{M} \uparrow \rightarrow \mathbf{P}_e \uparrow \rightarrow \mathbf{wealth} \uparrow \rightarrow \mathbf{konsumsi} \uparrow \rightarrow \mathbf{Y} \uparrow$$

2.1.4.2.5. Saluran Suku Bunga

Tingkat suku bunga atau *interest rate* merupakan rasio pengembalian atas sejumlah investasi sebagai bentuk imbalan yang diberikan kepada investor. Tingkat suku bunga memainkan peranan yang penting dalam menentukan bagaimana kebijakan moneter ditransmisikan ke perekonomian yang mana tingkat suku bunga memiliki hubungan yang kuat dengan pengeluaran rumah tangga (Mishkin, 2001). Kontraksi moneter akan meningkatkan tingkat suku bunga

commit to user

nominal jangka pendek. Dikombinasikan dengan *sticky price* (ketidakberubahan harga) dan ekspektasi rasional, tingkat suku bunga jangka panjang akan naik mengikuti peningkatan suku bunga jangka pendek. Meskipun pada tahap-tahap awal mekanisme ini hanya bekerja untuk keputusan pengeluaran investasi perusahaan-perusahaan, penelitian (Modigliani, 1971) juga menunjukkan bahwa pengeluaran pemerintah pada *durable goods* juga terpengaruh, dan pengeluaran ini juga dianggap sebagai investasi.

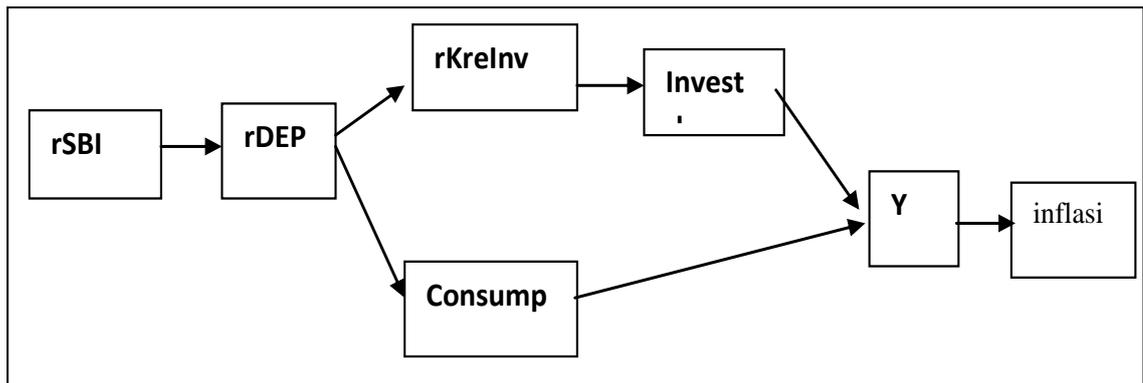
Esensi penargetan harga dalam manajemen moneter adalah harga uang, yaitu suku bunga. MKTM melalui saluran suku bunga dilakukan dengan cara mengatur tingkat suku bunga jangka pendek untuk ditetapkan berada pada tingkat yang sudah ditargetkan. Perubahan pada tingkat suku bunga jangka pendek kemudian ditransmisikan ke semua suku bunga jangka menengah dan panjang melalui keseimbangan antara penawaran dan permintaan (Warjiyo dan Zulverdi 1998).

Perubahan pada tingkat nominal jangka pendek yang ditetapkan oleh Bank Sentral dapat menyebabkan terjadinya perubahan-perubahan pada tingkat suku bunga riil jangka panjang dan jangka pendek dengan adanya *sticky price*. Adanya *price stickiness* menyebabkan kebijakan moneter yang ekspansif untuk mendorong tingkat suku bunga riil jangka pendek ke bawah. Hipotesis ekspektasi dari tingkat suku bunga jangka pendek pada masa yang akan datang, menunjukkan bahwa semakin rendah tingkat suku bunga riil jangka pendek menyebabkan terjadinya penurunan pada tingkat suku bunga jangka panjang. Semua pergerakan tersebut diharapkan berpengaruh terhadap variabel-variabel

commit to user

harga di pasar finansial, variabel-variabel yang ada di sektor riil pada akhirnya berpengaruh terhadap tingkat inflasi.

Secara umum transmisi moneter melalui saluran tingkat suku bunga dapat dipaparkan pada gambar berikut (Gambar 2.9)



Sumber: Warjiyo (2004,20)

Gambar.2.9
Saluran Suku bunga

Gambar 2.9 dijelaskan sebagai berikut: peningkatan suku bunga secara langsung mempengaruhi dua sisi pertama meningkatkan *cost of capital*, sehingga mengurangi minat untuk berinvestasi (dengan asumsi kebijakan moneter yang diiringi dengan peningkatan suku bunga dan kondisi *ceteris paribus*). Berkurangnya investasi menurunkan penawaran agregat. Kedua, peningkatan suku bunga meningkatkan pendapatan bunga para penabung, yang di satu sisi berdampak meningkatkan daya beli (*income effect*) namun di sisi lain mengurangi minat berkonsumsi (*substitution effect*). *Net effect* keduanya menentukan besarnya konsumsi, yang pada akhirnya mempengaruhi permintaan agregat.

Secara verbal Gambar 2.9, menyatakan bahwa suatu kebijakan moneter yang ketat menyebabkan terjadinya suatu kenaikan pada tingkat suku bunga riil,

yang kemudian menaikkan biaya modal, yang menyebabkan suatu penurunan pada pengeluaran investasi, dan pada akhirnya mendorong terjadinya suatu penurunan permintaan agregat dan output.

Nualtaranee (2001) mendukung dugaan di atas dengan menunjukkan bahwa hubungan yang kuat antara suku bunga riil dan harga *assets* merupakan faktor utama dalam mekanisme transmisi moneter. Suatu perubahan pada tingkat suku bunga riil akan berdampak pada biaya modal (*cost of capital*), yang kemudian akan mempengaruhi nilai aset dan keputusan investasi.

Dimulai dari sektor perbankan, biasanya kebijakan moneter ketat melalui kontraksi likuiditas dalam perekonomian membatasi kemampuan bank-bank untuk mendapatkan dana. Ini akan memberikan tekanan pada tingkat suku bunga untuk naik sehingga meningkatkan biaya modal sebagaimana dicerminkan oleh biaya peminjaman (*cost of borrowing*) yang dikenakan oleh bank-bank. Peningkatan tersebut akan menyebabkan penurunan pengeluaran untuk barang-barang investasi dan barang-barang *durable* serta menurunkan permintaan agregat, dan tentu saja output.

Menurut Rendra (2002), kebijakan moneter ketat menurunkan nilai aset paling tidak sementara dan melambatkan kegiatan investasi. Dampak ini secara umum lebih besar dan lebih mudah untuk dideteksi dari perubahan pada harga-harga *property* dan konstruksi dibandingkan dengan harga *stocks* dan harga-harga investasi non konstruksi. Akan tetapi, tingkat suku bunga hanyalah salah satu faktor yang mempengaruhi variabel investasi, dan sulit untuk mengisolasi pengaruh dari perubahan tingkat suku bunga dengan pengaruh dari perubahan-

commit to user

perubahan yang disebabkan oleh *monetary shocks* lainnya. Ini yang disebut *asset price channel*. Selain terhadap keputusan perusahaan dan sektor rumah tangga tentang investasi pada konsumsi *durable goods*, kebijakan moneter mempengaruhi pengeluaran konsumen atas barang *nondurable* seperti yang dipaparkan dalam pengaruh substitusi dan pengaruh pendapatan (Favero dan Giavazzi, 2001)

Efek substitusi memprediksi suatu penurunan konsumsi barang-barang *nondurable* pada saat tingkat suku bunga riil meningkat disebabkan oleh peningkatan pada *returns on saving*. Dengan menunda konsumsi, para pelaku ekonomi mendapatkan manfaat dari pendapatan suku bunga. Dalam situasi normal, tingkat bunga yang tinggi mengimplikasikan bahwa konsumsi pada masa yang akan datang akan lebih murah. Semakin tinggi tingkat suku bunga, semakin besar peluang bahwa konsumsi akan menghasilkan kecenderungan yang positif, meningkat pada laju yang lambat pada tahap-tahap awal sebelum suku bunga berakselerasi.

$$\mathbf{M} \downarrow \rightarrow \mathbf{i} \uparrow \rightarrow \mathbf{Yield} \uparrow \rightarrow \mathbf{C} \downarrow \rightarrow \mathbf{Y} \downarrow$$

Transmisi kebijakan moneter melalui saluran suku bunga berpengaruh pada pendapatan. Jika keputusan konsumen didasarkan pada pendapatan sekarang dan pendapatan *discounted* pada masa yang akan datang, maka tingkat suku bunga yang tinggi akan memiliki dampak kontraksi terhadap konsumsi karena pada saat konsumen mengurangi pendapatan *discounted*. Pengaruh seperti itu dapat dikompensasikan oleh meningkatnya kesejahteraan, jika konsumen merupakan *net creditors*, kenaikan suku bunga akan meningkatkan kesejahteraan mereka.

Sebaliknya jika konsumen merupakan *net debtors* dengan laju nilai tukar mengambang yang terkait dengan suku bunga jangka pendek, mereka akan mengalami penurunan *cash flow* akibat naiknya suku bunga jangka pendek, sehingga pengeluarannya akan dikurangi. Pengaruh tersebut akan lebih melemah manakala ada tambahan finansial. Selain itu, dampak perubahan suku bunga jangka pendek terhadap *cash flow* rumah tangga akan tergantung pada *debt maturity* dari rumah tangga. Dengan demikian, *debt maturity* dari perusahaan dan rumah tangga merupakan faktor-faktor yang menentukan *asymmetry* dalam transmisi moneter melalui saluran suku bunga. Dijelaskan bahwa sumber potensial *asymmetry* adalah struktur dari *non-financial balance sheet* perusahaan dan bagaimana sensitivitas dari *balance sheet* tersebut mempengaruhi pendapatan bunga dan pembayaran serta kesejahteraan oleh adanya perubahan tingkat suku bunga yang terjadi di pasar uang.

Ada tiga faktor yang menentukan pengaruh pendapatan dari perubahan pada kebijakan moneter, yaitu: (1) komposisi dan ukuran *balance sheet*, (2) *deposits* dan *credit maturity*, dan (3) respons harga terhadap kejutan yang terjadi akibat kebijakan moneter. Sebagai contoh sebuah rumah tangga yang memiliki utang sedikit akan tetapi memiliki cukup *securities* akan menghadapi kenyataan bahwa pendapatan disposibel-nya mengalami peningkatan manakala kebijakan moneter ketat.

$$\mathbf{M} \downarrow \rightarrow \mathbf{i} \uparrow \rightarrow \mathbf{Pendapatan} \uparrow \rightarrow \mathbf{C} \uparrow \rightarrow \mathbf{Y} \uparrow$$

Sebaliknya, perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan *securities* akan menghadapi kenyataan bahwa penerimaan mereka menurun. Secara teoritis,

rumah tangga akan meningkatkan konsumsinya dan perusahaan akan mengurangi investasinya hanya jika mereka mengalami kekurangan likuiditas atau manakala pendapatan mereka terpengaruh.

2.1.4.3. Transmisi kebijakan Moneter Negara Maju dan Negara Berkembang

Kebijakan moneter bersifat unik dan berbeda antara suatu negara dengan negara lain. Kebijakan moneter yang sukses diterapkan suatu negara, belum memberi dampak yang sama dengan negara lain. Perbedaan ini disebabkan oleh banyak faktor antara lain kondisi ekonomi, teknologi ataupun kondisi sosial budaya yang dianut suatu negara. Dengan alasan ini kebijakan moneter suatu negara tidak bisa persis sama dengan kebijakan moneter negara lain.

Pelaksanaan kebijakan moneter di negara-negara berkembang memiliki peranan yang lebih besar dibandingkan dengan negara-negara maju. Hal ini disebabkan karena terdapatnya perbedaan sasaran dan kondisi infrastruktur yang mendukung efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter. Sasaran kebijakan moneter di negara-negara maju terutama diarahkan untuk menjaga stabilitas moneter. Di negara-negara berkembang sasaran kebijakan moneter tidak hanya untuk mencapai kestabilan moneter, namun juga diarahkan untuk mendorong pembangunan dan pemerataan hasil-hasil pembangunan.

Kebijakan moneter di negara-negara maju cenderung lebih efektif dibandingkan dengan kebijakan moneter di negara-negara berkembang. Hal ini karena pelaksanaan kebijakan moneter di negara-negara maju didukung oleh faktor-faktor kelembagaan yang sudah berkembang dengan teknologi yang canggih, serta perilaku masyarakat yang lebih responsif terhadap perubahan

kondisi moneter. Penggunaan jasa perbankan di negara-negara maju lebih luas dibandingkan dengan di negara-negara berkembang, disebabkan oleh perkembangan pasar modal dan pasar uang. Di negara-negara berkembang, pasar uang dan pasar modal belum memiliki peranan yang optimal dalam perekonomian, karena peranan masyarakat masih sedikit dalam pasar uang dan pasar modal. Masyarakat belum terbiasa dalam menggunakan uang giral dan masih ragu untuk berinvestasi di pasar modal.

Kondisi yang dihadapi oleh sebagian besar negara berkembang juga dialami Indonesia. Kelembagaan yang belum memadai menjadi hambatan dalam pelaksanaan kebijakan moneter yang efektif. Tingkat penggunaan jasa perbankan yang rendah yang tercermin dari peranan uang giral yang rendah dan belum optimal. Pasar uang di dalam negeri belum berkembang sedemikian rupa sehingga piranti moneter (faktor-faktor yang mempengaruhi uang primer yang dikuasai oleh otoritas moneter) belum dapat digunakan secara efisien dan efektif.

Perbedaan mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam suatu negara disebabkan oleh proses berlangsungnya mekanisme transmisi melalui saluran yang beragam. Beragamnya saluran transmisi kebijakan moneter menyebabkan mekanisme transmisi menjadi suatu hal yang bersifat kompleks.. Kompleksitas jalur transmisi tersebut juga ditambah dengan variasi *lag* kebijakan moneter yang berbeda yang mempengaruhi jangka waktu untuk mencapai sasaran moneter.

Dalam Tabel 2.1 disajikan karakteristik mekanisme transmisi di beberapa negara (negara *emerging market*) dan negara industri. Di Brasil transmisi kebijakan moneter jalur suku bunga mempengaruhi inflasi dengan minimum *lag* 6

bulan dan efek suku bunga lebih cepat pada jalur nilai tukar langsung tanpa melalui ekspor atau nilai tukar efek *pass-through*. Di Polandia, mekanisme jalur kredit paling kuat dibandingkan jalur transmisi lainnya.

Tabel 2.1. Karakteristik MTKM di Negara *Emerging Market* dan Industri

Negara <i>Emerging Market</i>	Karakteristik Penting
Brasil	Suku bunga mempengaruhi inflasi dengan minimum <i>lag</i> 6 bulan dan adanya efek <i>pass-through</i> nilai tukar yang cepat.
Cile	Indeksasi mendorong <i>down-ward price inertia</i> dan telah mempercepat proses transmisi (sekitar 3 triwulan) dari shock nilai tukar dan upah ke inflasi.
Ceska	Mekanisme Transmisi diperlemah dengan adanya kerentanan sektor finansial
Israel	Indeksasi mendorong efek <i>pass-through</i> nilai tukar ke harga yang lebih lebih cepat. Perkembangan terakhir menunjukkan dampak tersebut juga lebih panjang
Polandia	Transmisi jalur kredit kurang kuat sebagai akibat dari struktur sektor perbankan dan pasar keuangan yang berkembang
Afrika Selatan	Suku bunga yang mempengaruhi inflasi dengan <i>lag</i> , sementara hubungan antara uang beredar dengan inflasi yang rendah.
Negara Industri	Karakteristik Penting
Kanada	Mekanisme transmisi moneter sudah berkembang dengan baik, dengan <i>lag</i> berkisar 6 - 8 triwulan dan bervariasi dari waktu ke waktu
Firlandia	Peralihan ke sistim nilai tukar yang fleksibel telah memperlemah mekanisme transmisi dan menambah volatilitas nilai tukar
Selandia Baru	Mekanisme transmisi sudah berkembang dengan baik, dengan <i>lag</i> yang berkisar antara 6-8 triwulan bervariasi dari waktu ke waktu
Spanyol	Nilai tukar riil merupakan jalur transmisi yang paling penting
Swedia	Mekanisme transmisi sudah berkembang dengan baik, dengan <i>lag</i> yang berkisar antara 5-8 triwulan
Inggris	Kebijakan moneter mempunyai efek maksimal terhadap output setelah 1 tahun dan terhadap inflasi setelah 2 tahun.

Sumber: Pohan (2008,155)

Perbedaan mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam suatu negara disebabkan oleh proses berlangsungnya mekanisme transmisi melalui saluran yang beragam. Beragamnya saluran transmisi kebijakan moneter menyebabkan mekanisme transmisi menjadi suatu hal yang bersifat kompleks. Kompleksitas jalur transmisi tersebut juga ditambah dengan variasi *lag* kebijakan moneter yang berbeda yang mempengaruhi jangka waktu untuk mencapai sasaran moneter.

2.1.4.4. Indikator Efektivitas Transmisi Kebijakan Moneter

Menurut Mishkin (2001), efektivitas MTKM diukur dengan dua indikator antara lain :

1. *Timing* atau tenggat waktu (*time lag*). Indikator kecepatan diukur dari berapa tenggat waktu (*time lag*) yang dibutuhkan oleh variabel-variabel dalam suatu jalur untuk dapat merespons perubahan *shock* instrumen kebijakan moneter hingga tercapainya sasaran akhir (inflasi).
2. Besaran dampak (*impact*). Besaran dampak diukur dari seberapa besar kekuatan variabel-variabel pada masing-masing jalur transmisi moneter dalam merespons *shock* kebijakan moneter hingga terwujudnya sasaran akhir. Sementara itu, indikator kekuatan variabel dalam merespons *shock* suatu variabel diukur dengan *order of magnitude*. Jika *order of magnitude* suatu variabel semakin lebar (jauh dari titik keseimbangan), maka menunjukkan semakin kuat variabel tersebut merespons *shock* instrumen moneter atau variabel lainnya. Indikator-indikator tersebut diperoleh dari uji lag optimum, *impulse response function* (IRF) dan *variance decomposition* (VD).

2.2. Penelitian Terdahulu

Bernanke dan Blinder (1992) telah melakukan penelitian untuk mengungkap “kotak hitam” kebijakan moneter, melalui penelitian *The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission* mencoba untuk menjawab 2 (dua) pertanyaan mendasar. Pertanyaan **pertama** yaitu apakah kebijakan moneter mempengaruhi perekonomian riil?, jawabannya bisa ya atau tidak. Jika jawabannya ya artinya kebijakan moneter dapat mempengaruhi perekonomian riil maka muncul pertanyaan **kedua** yaitu bagaimanakah proses mekanisme transmisinya?. Kedua pertanyaan inilah yang paling penting dan kontroversial dalam kebijakan makroekonomi.

Untuk mengungkapkan hal tersebut, penelitian-penelitian transmisi kebijakan moneter mengembangkan suatu analog yang menekankan kepada suatu pandangan terhadap mekanisme transmisi moneter, yaitu kebijakan Bank Sentral bekerja dengan mempengaruhi aset bank (pinjaman) dan juga kewajiban bank (deposit). Justifikasi mikroekonomi terhadap analog dimaksud dikenal dengan istilah *credit view* yaitu di dalam kondisi riil mengenai ketidaksempurnaan informasi (*assymetric information*), pinjaman yang berasal dari intermediasi keuangan adalah spesial. Secara spesifik, keahlian yang dimiliki oleh bank di dalam proses evaluasi dan penyaringan calon kreditur dan kemampuan memonitor kinerja pinjaman, memungkinkan bank untuk memberikan kredit kepada nasabah kredit yang kesulitan untuk mendapatkan bantuan keuangan dari pasar terbuka. Sebagai konsekuensinya, ketika Federal Reserves menurunkan volume cadangan, selanjutnya berpengaruh terhadap kemampuan pinjaman, maka kemampuan

pengeluaran nasabah yang bergantung terhadap bank juga akan mengalami penurunan sehingga permintaan agregat akan mengalami penurunan

Selanjutnya Bernanke dan Gertler (1995) ; Hubbard (1995) meneliti kebijakan moneter pada jalur kredit memberi dampak pada intermediasi keuangan. Hal ini didasarkan pada gagasan bahwa pergeseran pasar keuangan memperkuat efek dari saluran suku bunga, kas dan kekayaan sebagai bank cenderung untuk meningkatkan premium risiko mereka, karena kenaikan suku bunga menekan nilai portofolio berbasis aset utang dan mengurangi kekayaan bersih dan kapasitas pinjaman terbatas. Sementara efek ini lebih relevan di sebuah perusahaan bukan pada tingkat industri, sektor-sektor tertentu mungkin rata-rata kurang layak mendapat kredit, yang kemungkinan akan menghasilkan variasi yang signifikan pada tingkat aktivitas sektor riil.

Grenville (1995) menyarankan lima saluran transmisi utama kebijakan moneter: saluran suku bunga, saluran arus kas, efek kekayaan, efek kredit penjumlahan dan saluran nilai tukar. Dalam perekonomian tertutup, saluran ini tidak terlalu besar mempengaruhi kegiatan ekonomi sektor-sektor tertentu. Namun, jika saluran ini dianggap dalam konteks karakteristik industri, adalah mungkin untuk menarik kesimpulan tentang sektor-sektor mana tingkat suku bunga lebih sensitif.

Ansari dan Ahmed (2007) melakukan penelitian tentang jalur uang beredar dengan menganalisis hubungan antara suplai uang dan output di Meksiko. Data penelitian adalah data kuartal periode tahun 1980- 2000. *Supply* uang yang diamati adalah uang beredar atau *narrow money* (M1) dan *broad money* (M2). Variabel lain yang dilihat hubungannya dengan uang adalah output, harga dan

commit to user

suku bunga. Estimasi hubungan dilakukan dalam jangka pendek dan jangka panjang dengan metoda VECM (*Vector Error Correction Model*). Hasil penelitian menunjukkan kebijakan moneter efektif mempengaruhi output. Secara signifikan jumlah uang beredar menunjukkan hubungan kausalitas dengan output, dimana 36 persen variasi output dapat dijelaskan oleh uang beredar. Di sisi lain uang beredar berpengaruh kecil terhadap perubahan harga. Dengan demikian kebijakan moneter dengan jangkang nominal uang beredar di Meksiko dapat terus dipertahankan karena mampu mendorong pertumbuhan ekonomi tanpa mengganggu stabilitas harga.

Disyatat dan Vongsinsirikul (2003) melakukan penelitian transmisi kebijakan moneter melalui jalur kredit, nilai tukar dan harga aset di Thailand, dengan metode VAR. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jalur kredit perbankan mempunyai peranan penting, sedangkan jalur nilai tukar dan harga aset mempunyai peran yang kurang signifikan. *Interest rate pass-through* di Thailand cenderung lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara maju. *Bank lending* sebagian merespon terhadap kondisi likuiditas melalui penyesuaian harga dan banyaknya peminjam. Dengan begitu, tingkat bunga cukup mencerminkan hubungan antara pasar finansial dengan perekonomian. Meskipun demikian peranan *bank lending* sudah menurun bersamaan dengan sensitivitas dari tingkat bunga retail ke pasar uang. Hal ini disebabkan oleh munculnya sumber-sumber pembiayaan non bank dan terus melemahkan sektor perbankan.

Putkuri (2003) meneliti kebijakan moneter di bank sentral Uni Eropa (ECB). Penelitian ini dilatarbelakangi penetapan kebijakan moneter tunggal untuk

commit to user

wilayah Eropa. Putkuri menemukan bahwa faktor *country specific* menyebabkan asimetri bagi negara-negara Uni Eropa dalam merespon kebijakan moneter tunggal. Faktor penyebabnya adalah perbedaan dalam sistem finansialnya, khususnya perbedaan dalam jumlah dan komposisi aset dari pelaku ekonomi yaitu perbankan, rumah tangga dan perusahaan. Hal ini mempengaruhi derajat sensitivitas tingkat bunga ketiga pelaku ekonomi di atas. Faktor lain adalah ukuran perusahaan dan derajat kapitalisasi sektor perbankan. Semakin besar ukuran sektor perbankan domestik dibandingkan dengan ukuran perekonomian secara keseluruhan maka akan semakin memperkuat dampak perubahan tingkat bunga terhadap pinjaman. Dengan kata lain, semakin kecil nilai kapitalisasi sektor perbankan, semakin baik sektor tersebut menyerap *shocks* yang ditimbulkan oleh kebijakan moneter. Ini menunjukkan bahwa terdapat dampak yang kuat dari *bank lending* terhadap tingkat agregat (output dan harga).

Bolton dan Freixas (2006) menganalisis pengaruh transmisi kebijakan moneter dalam model keseimbangan umum di sektor keuangan pada bank perkreditan dan pasar surat berharga. Bank perkreditan dibatasi oleh persyaratan kecukupan modal, dan informasi asimetris menambahkan biaya modal di luar ekuitas bank. Dalam model ini, kebijakan moneter tidak mempengaruhi pinjaman bank melalui perubahan likuiditas bank, melainkan beroperasi melalui perubahan dalam penyebaran pinjaman bank atas obligasi korporasi, yang mendorong perubahan dalam komposisi keseluruhan pembiayaan oleh perusahaan, dan dalam ekuitas berbasis modal bank. Model ini menghasilkan beberapa model keseimbangan, salah satu yang menampilkan semua fitur *credit crunch*.

Commit to user

Kesimpulannya kebijakan moneter mempengaruhi komposisi pembiayaan: dengan menaikkan suku bunga riil dan dengan demikian menurunkan penyebaran ekuilibrium bank, hal itu menyebabkan beberapa perusahaan marginal untuk beralih dari pembiayaan obligasi ke pinjaman bank. Peningkatan dalam permintaan kredit bank, namun diimbangi oleh penurunan pinjaman bank, di ujung lain dari spektrum risiko, kepada perusahaan paling berisiko, sehingga pinjaman bank secara agregat tetap tidak terpengaruh selama modal ekuitas bank tetap tidak berubah.

Ramlogan (2005) melakukan penelitian yang topiknya sama yaitu mengungkap kotak hitam (*Black Box*) efektifitas transmisi kebijakan moneter. Penelitian ini dilakukan di negara kawasan Karibia (Jamaica, Trinidad dan Tobago, Barbados dan Guyana). Penelitian ini dilatarbelakangi oleh prasyarat bahwa agar strategi moneter sukses dilakukan maka hal yang perlu dipahami adalah hubungan antara variabel target operasional dengan target akhir. Meskipun banyak dijumpai literatur mekanisme transmisi moneter di negara-negara maju, namun hasil penelitian belum menunjukkan adanya konsensus mengenai keterkaitan yang kuat dan alami yang dapat mentransmisikan kejutan kebijakan moneter terhadap perekonomian riil.

Warjiyo dan Zulfendi (1998) meneliti transmisi kebijakan moneter setelah krisis moneter tahun 1997 di Indonesia dengan rujukan penelitiannya berupa kemungkinan penggunaan suku bunga sebagai sasaran operasional kebijakan moneter. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa suku bunga dapat mentransmisikan sinyal-sinyal yang diberikan oleh kebijakan moneter menuju

commit to user

sasaran akhir berupa laju inflasi. Penelitian ini merekomendasikan penggunaan suku bunga pasar uang (PUAB) sebagai sasaran operasional kebijakan moneter

Krisis moneter yang terjadi tahun 1997 yang menyebabkan kegagalan kebijakan moneter dan dilikuidasinya beberapa bank, menarik minat para peneliti di Indonesia untuk membahas mekanisme transmisi kebijakan moneter. Penelitian ini umumnya membandingkan mekanisme transmisi kebijakan moneter (MTKM) pada masa sebelum krisis dengan sesudah masa krisis moneter. Penelitian tersebut dilakukan oleh peneliti dari Bank Indonesia antara lain Agung dkk(2000a), Kusmiarso dkk (2001), Agung dkk (2000b), Siswanto dkk (2001), Wuryandani dkk (2001), Idris dkk (2001). Besaran dampak (*impact*) atau seberapa besar kekuatan variabel-variabel pada masing-masing jalur transmisi moneter dalam merespons *shock* kebijakan moneter hingga terwujudnya sasaran akhir. Sementara itu, indikator kekuatan variabel dalam merespons *shock* suatu variabel diukur dengan *order of magnitude*. Jika *order of magnitude* suatu variabel semakin lebar (jauh dari titik keseimbangan), maka menunjukkan semakin kuat variabel tersebut merespons *shock* instrumen moneter atau variabel lainnya.

Agung dkk (2000b) menyelidiki MTKM pada jalur *balance sheet* periode 1992-1999 dengan alat analisis GMM (*General Method of Moments*). Penelitian mereka bertujuan menguji hipotesis yang menyatakan bahwa posisi *balance sheet* perusahaan menentukan pinjaman investasi perusahaan dan hipotesis yang menyatakan bahwa pinjaman investasi perusahaan sensitif terhadap *balance sheet* pada saat kebijakan moneter ketat (*tight money policy*). Hasil penelitian menyatakan bahwa investasi swasta sensitif terhadap posisi *balance sheet* (*cash*

flow dan leverage) terutama untuk perusahaan kecil dan investasi swasta lebih respon terhadap kebijakan moneter pada periode kebijakan moneter ketat.

Penelitian jalur transmisi dilanjutkan oleh Kusmiarso dkk (2001) melakukan penelitian MTKM pada jalur suku bunga pada masa sebelum dan sesudah krisis moneter yaitu tahun 1988-2000 dengan menggunakan metode analisis VAR (*Vector Autoregressive*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter pada jalur suku bunga lebih efektif masa setelah krisis moneter.

Agung dkk (2000a) menyelidiki MTKM pada jalur pinjaman perbankan sebelum dan sesudah krisis yaitu tahun 1991-2000 dengan metode analisis VECM (*Vector Autoregressive Model*). Hasil penelitiannya menyatakan bahwa sebelum krisis moneter kuantitas kredit perbankan tidak respon terhadap perubahan shock moneter (suku bunga SBI dan Suku bunga PUAB). Setelah krisis moneter, kuantitas kredit perbankan lebih respon terhadap shock moneter.

Selanjutnya, Siswanto dkk (2001) menyelidiki MTKM pada jalur nilai tukar pada masa sebelum dan sesudah krisis tahun 1990(1)-2001(4) dengan metoda analisis SVAR (*Structural Vector Autoregressive*). Hasil penelitian mereka menyatakan bahwa masa sebelum krisis moneter saluran nilai tukar baik melalui saluran langsung (*direct channel*) atau saluran tidak langsung (*indirect channel*) sangat lemah pengaruhnya terhadap inflasi. Saluran nilai tukar bekerja dengan baik pada saat setelah krisis moneter terutama setelah penetapan nilai tukar mengambang terkendali (*free-floating system*).

Pada jalur ekspektasi inflasi peneliti dari Bank Indonesia dilakukan oleh Wuryandani dkk (2001). Penelitian ini menyelidiki jalur ekspektasi inflasi pada periode 1997-2000 dengan alat analisis SVAR. Hasil penelitian mereka menyatakan bahwa jalur ekspektasi inflasi menuju sasaran moneter membutuhkan waktu 15 bulan dan pada masa krisis moneter suku bunga SBI pengaruhnya sangat kuat terhadap ekspektasi inflasi. MTKM pada jalur harga aset dilakukan oleh Idris dkk (2001), penelitian dilakukan pada masa sebelum krisis (1989-1997) dan setelah krisis (1998-2001) dengan metode analisis kausalitas dan VAR. Hasil penelitian mereka menyatakan bahwa MTKM pada jalur aset ini terdiri dari sub jalur *wealth effect* tidak efektif pada masa sebelum krisis.

Warjiyo dan Agung, (2002), yang melakukan studi mengenai jalur transmisi kebijakan moneter untuk periode sebelum dan sesudah krisis. Sebelum krisis, Indonesia mempunyai aliran modal asing masuk dalam jumlah besar. Mekanisme transmisi melalui jalur tingkat bunga bekerja cukup baik tetapi efektivitasnya dalam mempengaruhi kegiatan sektor riil tidak terlalu kuat. Hal ini karena konsumsi dan investasi tidak responsif terhadap tingkat bunga akibat perekonomian yang *booming* pada saat itu dan akibat besarnya modal asing yang masuk

Jalur kredit perbankan dibuktikan tidak efektif dalam mentransmisikan kebijakan moneter yang disebabkan oleh kemampuan bank untuk mengakses dana dari sumber-sumber internasional membuat pemimjam menjadi bank independen. Jalur nilai tukar juga ditemukan tidak efektif dalam mentransmisikan kebijakan moneter karena ketika itu sistem nilai tukar yang dianut adalah *managed floating*.

Setelah krisis perekonomian Indonesia mengalami perubahan struktur dan peralihan sistem nilai tukar dari *managed floating* menjadi *freely floating*. Kondisi ini mempunyai implikasi terhadap cara bekerja mekanisme transmisi. Nilai tukar mempunyai pengaruh kuat terhadap kegiatan perekonomian dan harga, namun kebijakan moneter dalam mempengaruhi nilai tukar melemah karena pergerakan nilai tukar dipengaruhi oleh faktor-faktor non ekonomi. Demikian pula dengan ekspektasi inflasi lebih disebabkan oleh *price inertia* dan nilai tukar. Jalur mekanisme transmisi tingkat bunga masih bekerja dengan baik meskipun dipengaruhi oleh kondisi sistem perbankan dan tingkat ketidakpastian yang tinggi. Akibatnya diperlukan perubahan tingkat bunga yang tinggi untuk dapat mempengaruhi tingkat bunga pasar. Jalur bank lending lebih sensitif terhadap *shocks* moneter.

Penelitian yang membahas transmisi kebijakan moneter melalui pengendalian jumlah uang beredar telah dilakukan Anglingkusumo (2002) yang meneliti perilaku uang dalam kemampuannya untuk memprediksi pergerakan inflasi ke depan. Dari berbagai definisi uang, hanya uang kartal (kertas dan logam) yang secara konsisten mempunyai daya prediksi yang kuat terhadap inflasi. Transmisinya bekerja baik secara langsung dari uang kartal ke inflasi maupun pengaruh pergerakan uang kartal terhadap nilai tukar dan akhirnya ke inflasi. Secara empiris, bukti ini menunjukkan kebijakan moneter Bank Indonesia lebih komitmen terhadap sasaran operasional melalui pengendalian uang primer.

Penelitian tentang uang primer selanjutnya dilakukan Astiyah (2002), mengkaji perilaku permintaan uang dan implikasinya bagi kebijakan moneter di

Indonesia, dan temuannya adalah hubungan uang beredar (M1 dan M2) dengan sasaran akhir inflasi semakin tidak stabil. Bahkan uang primer telah menjadi variabel endogen, dalam arti dipengaruhi oleh perkembangan ekonomi dan inflasi, dan oleh sebab itu menjadi sulit untuk dikendalikan. Hanya permintaan uang kartal secara riil relatif lebih stabil. Bukti empiris ini mendukung pandangan bahwa uang beredar merupakan variabel yang lemah dijadikan sebagai *nominal anchor*. Berdasarkan temuan ini, Astiyah menyarankan untuk beralih ke sasaran *inflation*

2.1.4.5. Posisi Penelitian

Berdasarkan penelitian sebelumnya penelitian ini berbeda dalam jumlah jalur transmisi yang diteliti. Penelitian ini menganalisis lima (5) jalur utama transmisi moneter dan empat (4) sub-jalur transmisi moneter sehingga menjadi sembilan (9) jalur transmisi kebijakan moneter yaitu: jalur langsung (jalur kuantitas uang), jalur kuantitas kredit (jalur kredit) yang terdiri dari dua sub jalur yaitu jalur kuantitas kredit perbankan untuk investasi dan jalur kuantitas kredit perbankan untuk konsumsi, jalur suku bunga terdiri dari dua sub jalur transmisi moneter yaitu jalur suku bunga perbankan untuk investasi (*income effect*) dan suku bunga perbankan untuk konsumsi (*consumption effect*), jalur harga aset terdiri dari dua sub jalur transmisi moneter yaitu jalur harga aset untuk investasi dan aset kekayaan (*wealth effect*), dan jalur nilai tukar terdiri dari 2 sub jalur transmisi moneter yaitu jalur nilai tukar langsung (*direct pass though*) dan jalur nilai tukar melalui ekspor (*indirect pass though*). Tujuan akhir penelitian ini adalah untuk membandingkan efektifitas pada masing-masing jalur mekanisme

transmisi kebijakan moneter dan membandingkan efektifitas jalur transmisi moneter dengan pendekatan *Monetarist* dan pendekatan *Keynesian* di Indonesia tahun 2000(1)-2014(3).

Penelitian berbagai jalur transmisi moneter pernah dilakukan pada masa sebelumnya seperti penelitian Hakim dan Nopirin (2001), Syofyan (2001) Muelgini (2004), Haryanto (2007) dan Natsir (2009), ringkasan hasil penelitian terdapat dalam Tabel 2.2.

Tabel 2.2. Penelitian Terdahulu Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

No	Peneliti/Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Intepertasi Hasil
1	Hakim dan Nopirin (2001) "Perbandingan Peranan Jalur Kredit Dan Jalur Tingkat Suku Bunga Pada Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter 1990-1999"	-kredit riil -tingkat harga -pendapatan nasional riil -tingkat suku bunga jangka pendek	VAR	Dalam jangka panjang (1990.1-1999.3) dan jangka pendek (1997.1-1999.3) dengan menggunakan metode VAR ditemukan bahwa jalur kredit lebih berperan dibandingkan dengan jalur tingkat suku bunga
2	Sofyan (2001) "Perbandingan Jalur Kredit, Jalur Suku Bunga Dan Jalur Nilai Tukar Dalam Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia (Pendekatan VECM Periode 1990:01-2000:12"	-total kredit -total deposito -total pendapatan Nasional -indeks harga konsumen -kurs -net ekspor -suku bunga PUAB -Suku bunga kredit -Suku bunga Deposito	VECM	Hasil penelitian menunjukkan jalur nilai tukar lebih dominan pengaruhnya terhadap sektor riil jika dibandingkan dengan jalur suku bunga dan jalur kredit dalam

commit to user

3	<p>Muelgini (2004) “Pemetaan Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Indonesia” Di</p>	<ul style="list-style-type: none"> -Suku bunga SBI -Uang Primer - ICM1D -<i>Manufacturing Production Index</i> -Real Kredit -<i>Gross Domestic Product Riil</i> -<i>Consumer Price Index</i> -<i>Private Consumption</i> -<i>Investment</i> -Eksports -Import -Rupiah <i>Likuidity Reserve Real in Bank Comersil</i> -Kredit konsumsii Riil di bank komersil - Kredit Investasi Riil di bank komersil -konsumsi riil sektor swasta -investasi Riil Sektor Swasta -<i>interest rate differential</i> -<i>Net Foreign Asset</i> -Indeks Nilai Tukar Riil Rupiah Efektif Terhadap Mata Uang Asing -Eksports Riil -IHSG - rDeposito 	VAR	<ul style="list-style-type: none"> -kinerja Efektifitas transmisi kebijakn moneter melalui kosumsi lebih kuat dalam mempengaruhi pendapatan riil (GDPR) selama periode krisis jika dibandingkan dengan periode prakrisis -kinerja efektifitas mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran pinjaman investasi lebih kuat selama periode prakrisis disbanding periode krisis -kinerja efektifitas transmisi kebijakan moneter melalui saluran nilai tukar <i>dengan indirect pass-through</i> lebih kuat selama periode krisis dibandingkan periode prakrisis. -kinerja dan efektifitas transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset melalui jalur Tobin-Q lebih kuat pada periode Prakrisis dibanding periode krisis. -kinerja dan efektifitas transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga dengan efek substitusi dan pendapatan lebih kuat pada masa periode Krisis dibandingkan periode Prakrisis.
4	<p>Natsir (2008) “Analisis Empiris Efektivitas Mekanisms Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia Melalui Jalur Suku Bunga Dan Jalur Nilai</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Inflasi inti - Suku bunga SBI - rPUAB - rDEPO - Suku Bunga Kredit - Kurs (ER) - Paritas Suku Bunga - <i>Capital Inflow</i> - <i>Output Gap</i> 	Vector Auto Regressi on (VAR)	<ul style="list-style-type: none"> -Jalur Suku bunga membutuhkan waktu 10 lag atau 10 triwulan dan rPUAB efektif sebagai sasaran operasional Bank Indonesia -Jalur Nilai Tukar membutuhkan waktu 16 lag atau 10 triwulan dan kausalitas yang lemah antara nilai tukar dengan inflasi

	Tukar Serta Jalur Ekspektasi Inflasi periode 1990:1-2007:1”	- Ekspektasi Inflasi		- Jalur Ekspektasi Inflasi efektif mewujudkan sasaran akhir kebijakan moneter di Indonesia, dengan <i>time lag</i> atau waktu tunda yang dibutuhkan sekitar 12 triwulan
5	Maski (2007) “Transmisi Kebijakan Moneter: Kajian Teoritis Dan Empiris”	-uang beredar M0, M1, M2 -suku bunga PUAB -Suku bunga Deposito -Output Gap -Core Inflasi -Paritas Suku Bunga -Kurs -Capital Inflow -Kuantitas Kredit Pertanian -Kuantitas kredit sektor industri -Cadangan Bank	VAR	Transmisi kebijakan moneter pada pendekatan harga lebih efektif dari pada pendekatan kuantitas.
6	Haryanto (2007) “Dampak Instrumen Kebijakan Moneter Terhadap Perekonomian Indonesia : Suatu Analisis Jalur Mekanisme Transmisi Moneter”	- Nilai Tukar -Interest Rate -Balance of Trade -Foreign Direct Investment -Indeks Harga Konsumen -Impor - Ekspor - Money Supply -Interest Rates -Money Demand - Base Money -Investasi Swasta -Investasi Pemerintah -SBI -PDRB - nilai Tukar -pengeluaran Pemerintah - Jumlah Kredit - Uang kartal dan Giral - tabungan dan	Simulasi persamaan simultan	-Penelitian menyimpulkan bahwa mekanisme transmisi moneter jalur neraca (<i>balance sheet channel</i>) dan jalur ekspektasi (<i>expectation channel</i>) memiliki peran penting dan paling efektif dalam mempengaruhi kinerja perekonomian (nilai tukar, inflasi dan produk domestik bruto Indonesia)

		deposito - <i>Reserve requirement Ratio</i> - Konsumsi,-Pajak -Penerimaan Pemerintah		
--	--	-----------------------------------------------------------------------------------------------	--	--

Hakim dan Nopirin (2001) meneliti perbandingan mekanisme transmisi kebijakan moneter jalur kredit dan jalur suku bunga selama periode 1990-1999 dengan metode analisis data VAR. Perbedaannya dengan penelitian yang penulis lakukan adalah pada jalur mekanisme transmisi kebijakan moneter. Hakim dan Nopirin (2001) melakukan perbandingan pada dua jalur transmisi yaitu jalur suku bunga dan jalur kredit, sedangkan penulis meneliti pada 5 jalur transmisi utama yaitu jalur kuantitas uang, jalur kuantitas kredit, jalur suku bunga, jalur nilai tukar dan jalur harga aset. Perbedaan selanjutnya adalah pada periode analisis dan metode analisis data, Hakim dan Nopirin (2001) menggunakan analisis data VAR dengan periode tahun 1990-1999 sedangkan penulis menggunakan analisis VECM dengan periode 2000:1-2014:3.

Penelitian berikutnya adalah penelitian jalur transmisi kebijakan moneter dilakukan Sofyan (2001). Perbedaan penelitian yang penulis lakukan dengan penelitian Sofyan (2001) adalah pada jumlah jalur transmisi kebijakan moneter dan periode analisis data. Sofyan (2001) meneliti perbandingan 3 jalur transmisi kebijakan moneter yaitu jalur suku bunga, jalur kredit dan jalur nilai tukar, sedangkan penelitian yang penulis lakukan pada lima jalur transmisi yaitu jalur kuantitas uang, jalur kuantitas kredit, jalur suku bunga, jalur nilai tukar dan jalur harga aset. Periode analisis Sofyan (2001) adalah pada tahun 1990-2000

sedangkan periode analisis data pada penelitian ini adalah rentang waktu 2000:1-2014:3.

Muelgini (2004) meneliti jalur mekanisme transmisi kebijakan moneter pada masa pra krisis dan setelah krisis moneter dengan membandingkan efektifitas transmisi moneter pada saluran suku bunga, kredit perbankan, harga aset dan nilai tukar. Pada masa pra krisis moneter saluran pinjaman bank memiliki peranan yang relatif paling besar. Sedangkan pada periode krisis saluran bunga dengan efek substitusi dan pendapatan memiliki peran yang relatif paling besar. Persamaan dengan penelitian Muelgini (2004) yaitu sama-sama membahas MTKM pada berbagai jalur transmisi (jalur suku bunga, jalur pinjaman bank, jalur harga aset, dan jalur nilai tukar).

Perbedaan dengan penelitian Muelgini (2004) adalah: yang pertama, penelitian Muelgini tidak membahas tentang perbedaan MTKM pada jalur *Monetarist* dan *Keynesian*. Perbedaan yang ke-dua adalah pada jalur transmisi yang diteliti. Muelgini (2004) meneliti transmisi kebijakan moneter pada empat jalur utama yaitu jalur suku bunga, jalur kredit perbankan, jalur harga aset dan jalur nilai tukar, sedangkan penulis meneliti lima utama jalur yaitu jalur kuantitas uang, jalur suku bunga, jalur kredit perbankan, jalur harga aset dan jalur nilai tukar.

Perbedaan ketiga adalah kondisi perekonomian pada saat penelitian dilakukan. Muelgini melakukan penelitian dengan membandingkan antara kondisi sebelum krisis ekonomi dengan kondisi setelah krisis ekonomi sedangkan

penelitian ini dilakukan pada saat perekonomian relatif stabil yaitu tahun 2000 sampai dengan 2014. Temuan empiris yang berbeda tentu akan didapatkan.

Perbedaan keempat adalah alat analisis yang digunakan. Muelgini menggunakan analisis VAR sedangkan penulis menggunakan alat analisis VECM. Perbedaan ini akan menghasilkan perbedaan temuan empiris yang didapatkan dari penelitian.

Peneliti berikutnya yang membahas MTKM pada berbagai jalur transmisi adalah Haryanto (2007) meneliti dampak instrumen kebijakan moneter terhadap perekonomian Indonesia. Penelitian ini dimaksudkan untuk mengeksplorasi jalur mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam sistem moneter Indonesia. Metode analisis dengan simulasi persamaan simultan pada masing-masing transmisi kebijakan moneter. Hasil simulasi menunjukkan jalur mekanisme transmisi moneter terintegrasi pada model mekanisme transmisi moneter yang dibangun dan dapat menganalisis pengaruh instrumen kebijakan moneter pada jalur mekanisme transmisi moneter serta mengkaji efektivitasnya terhadap kinerja perekonomian Indonesia. Penelitian ini menyimpulkan bahwa mekanisme transmisi moneter jalur neraca (*balance sheet channel*) dan jalur ekspektasi (*expectation channel*) memiliki peran penting dan paling efektif dalam mempengaruhi kinerja perekonomian (nilai tukar, inflasi dan Produk Domestik Bruto).

Terdapat perbedaan penelitian ini dengan penelitian Haryanto (2007). Perbedaannya pada metode penelitian yang digunakan. Haryanto (2007) menggunakan simulasi persamaan simultan, sedangkan penelitian yang penulis

commit to user

lakukan dengan metode analisis *Vector Error Corection Model* (VECM). Penelitian yang dilakukan Haryanto memiliki keterbatasan dalam data. Data yang digunakan dalam bentuk *time series* (tahunan) 1988-2005 dengan jumlah observasi (n) adalah 18, sehingga tidak dilakukan pengujian *unit of root* dan uji *stationary data*. Penelitian yang penulis lakukan dengan *time series* data kuartalan 2000: 1 sampai dengan 2014:3 dengan jumlah observasi (n) 59 data, sehingga dapat dilakukan uji *unit of root*.

Penelitian selanjutnya, Natsir (2009), membahas mengenai bagaimana peranan dan efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter pada jalur suku bunga, jalur nilai tukar dan jalur ekspektasi inflasi di Indonesia pada periode tahun 1990:2-2007:1 dengan data triwulan. Terdapat tiga perbedaan penelitian Natsir (2008) dengan penelitian ini. Pertama, jalur transmisi yang dianalisis, pada penelitian Natsir (2008) diteliti 3 (tiga) jalur yaitu jalur suku bunga, jalur nilai tukar dan jalur ekspektasi inflasi. Penelitian ini membahas mekanisme transmisi pada lima jalur utama transmisi moneter dan 4 sub jalur transmisi moneter, yaitu jalur kuantitas uang beredar, jalur suku bunga (sub jalur suku bunga via investasi dan jalur suku bunga via konsumsi), jalur kredit perbankan (sub jalur kredit perbankan via investasi dan sub jalur kredit perbankan via konsumsi), jalur nilai tukar (sub jalur nilai tukar langsung dan jalur nilai tukar via ekspor), jalur harga aset (sub jalur harga aset via aset investasi dan jalur harga aset via kekayaan). Perbedaan kedua adalah alat analisis yang digunakan Natsir (2008) adalah *Vector Autoregressive* (VAR) sedangkan penelitian ini menggunakan VECM. Perbedaan ke-tiga jangka waktu analisis Natsir (2008) meneliti data kuartalan dari tahun

1990Q2 sampai dengan 2007Q1, penelitian ini menganalisis data tahun 2000Q1-2014Q3.

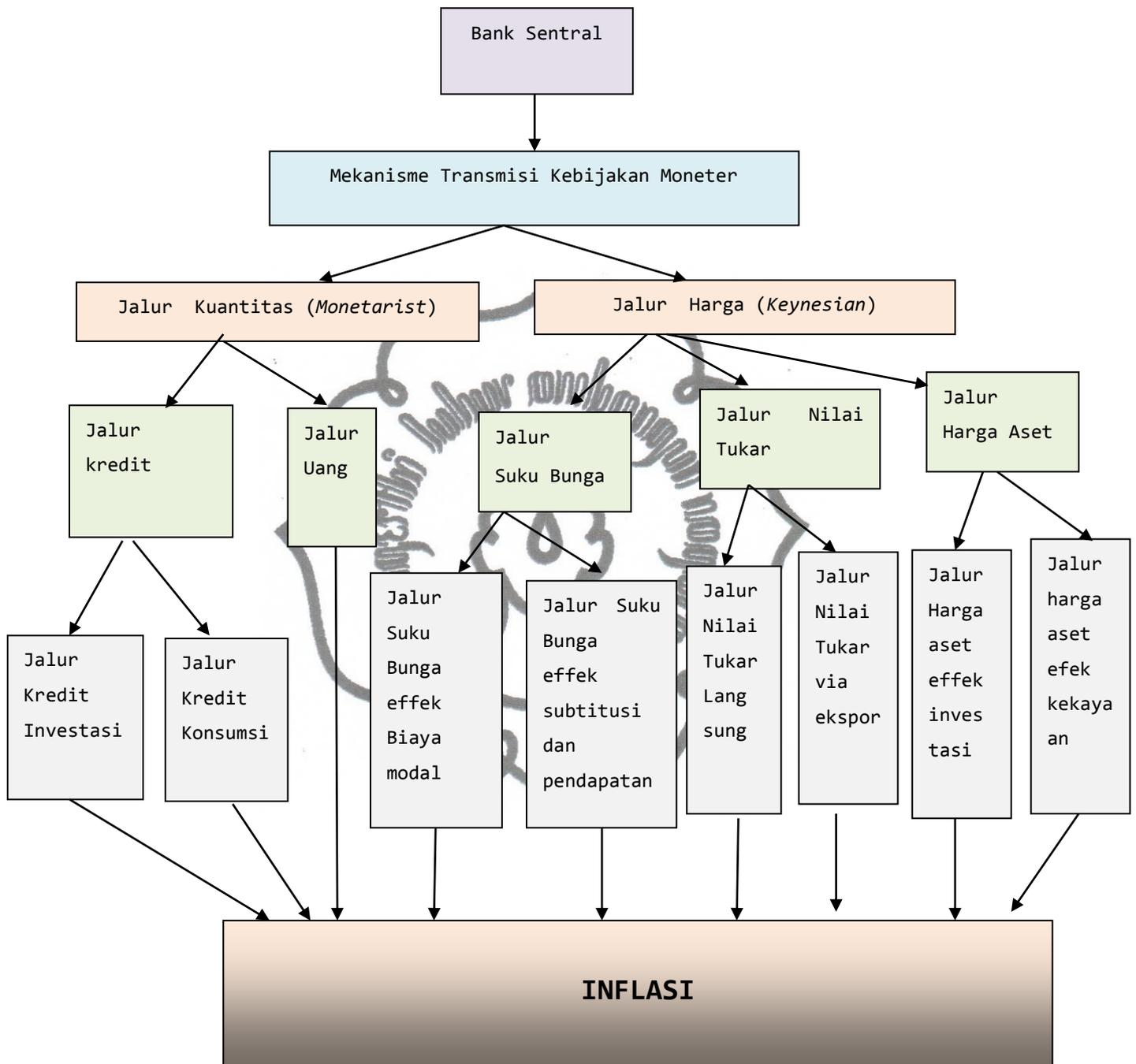
Maski (2007) meneliti mekanisme transmisi pada empat jalur transmisi yaitu jalur kuantitas uang, jalur suku bunga, jalur nilai tukar dan jalur kredit dengan menggunakan data *time series* (kuartal) 1992:1- 2003:4. Metode analisis data dengan melakukan pengujian kausalitas, uji stationeritas data, uji kointegrasi dan VAR. Pada jalur kredit perbankan Maski (2007) menganalisa jalur kredit perbankan pada berbagai sektor riil antara lain kredit sektor pertanian, kredit sektor pertambangan, kredit sektor jasa, kredit sektor industri pengolahan dan kredit sektor perdagangan. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Maski adalah dari jalur transmisi yang diteliti, Maski meneliti empat jalur utama transmisi moneter sedangkan penelitian ini menganalisis lima jalur utama transmisi moneter. Perbedaan berikutnya adalah metode analisis yang digunakan Maski (2007) adalah VAR sedangkan penulis menggunakan alat analisis VECM. Persamaanya adalah menggunakan data sekunder *time series* triwulan dan penelitian transmisi kebijakan moneter dilakukan di Indonesia.

2.2. Kerangka Pikir Penelitian

Kerangka Pemikiran (Gambar 2.10) disusun atas dasar penelusuran berbagai literatur ekonomi-moneter. Menurut Oh (1999), mekanisme transmisi kebijakan moneter (MTKM) terdiri dari MTKM jalur kuantitas (*Monetarist*) dan MTKM jalur harga (*Keynesian*). Jalur kuantitas (*Monetarist*) terdiri dari transmisi melalui jalur kuantitas uang dan jalur kuantitas kredit perbankan. MTKM jalur

harga (pendekatan Keynesian) terdiri dari jalur suku bunga, jalur nilai tukar dan jalur harga aset (Mishkin, 1995b; Boediono, 1998).

Mekanisme transmisi kebijakan moneter dalam penelitian ini terdiri dari 5 jalur transmisi moneter utama yaitu: jalur kuantitas uang, jalur kuantitas kredit, jalur suku bunga, jalur harga aset dan jalur nilai tukar (Gambar 2.10). Selanjutnya 5 jalur transmisi moneter utama tersebut dikelompokkan lagi sehingga menjadi 9 jalur transmisi moneter. Jalur transmisi moneter tersebut terdiri dari (1) jalur kuantitas uang, (2) jalur kuantitas kredit perbankan untuk investasi, (3) jalur kuantitas kredit bank untuk konsumsi, (4) jalur harga melalui suku bunga dengan efek biaya modal (*cost of capital*), (5) jalur harga melalui suku bunga dengan efek Substitusi dan pendapatan (*substitution and income effect*), (6) jalur harga aset efek investasi, (7) jalur harga aset efek kekayaan (*wealth effect*), (8) jalur harga melalui Jalur nilai tukar langsung efeknya terhadap inflasi (*direct pass-through*), (9) Jalur nilai tukar melalui ekspor (*indirect pass-through*).



Sumber: dimodifikasi dari Oh (1999)

Gambar 2.10
Kerangka Pikir Penelitian Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter