

BAB II

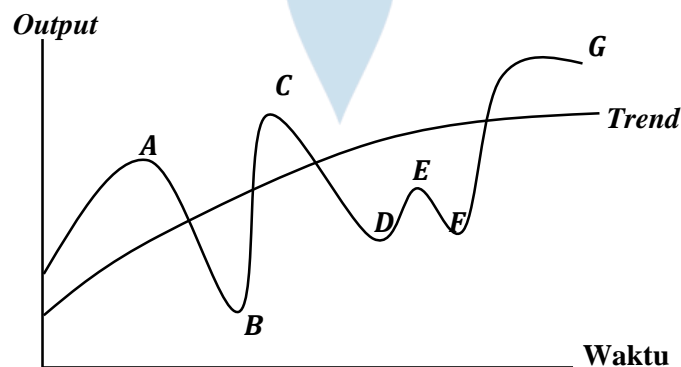
TINJAUAN PUSTAKA

Bagian ini akan membahas teori – teori yang menjadi acuan dari penelitian ini. Penelitian tentang mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia ini akan berfokus pada dua saluran, yaitu saluran suku bunga dan harga aset.

2.1. Teori Kebijakan Moneter

2.1.1. Kebijakan Moneter dan Siklus Ekonomi

Kebijakan moneter didefinisikan sebagai kebijakan ekonomi makro yang dilakukan oleh otoritas moneter atau bank sentral suatu negara dalam bentuk pengendalian besaran moneter untuk mencapai perkembangan perekonomian yang diinginkan (Warjiyo & Solikin, 2003:2). Kebijakan moneter dapat dipahami sebagai salah satu instrumen makroekonomi untuk melakukan proses penyesuaian perekonomian terhadap siklus ekonomi. Siklus kegiatan ekonomi atau *business cycle* dapat dipahami sebagai fluktuasi yang terjadi dalam perekonomian yang disebabkan karena perubahan pada kondisi bisnis (Mankiw, 2018:702).



Sumber : Warjiyo & Solikin (2003:5)

Gambar 2.1

Siklus Kegiatan Ekonomi

Gambar 2.1 menggambarkan skenario yang mungkin terjadi pada siklus kegiatan suatu perekonomian. Perekonomian yang sedang mengalami masa resesi, yang tergambar dari pergerakan siklus kegiatan ekonomi dari titik *A* menuju titik *B*, memerlukan intervensi dari otoritas moneter untuk memperpendek durasi resesi melalui tipe kebijakan moneter yang sifatnya memperlunak siklus kegiatan ekonomi atau yang biasa disebut *countercyclical monetary policy*. Kebijakan moneter tipe *countercyclical* dikatakan efektif untuk mencegah perekonomian untuk jatuh lebih dalam pada jurang resesi. Akan tetapi, salah satu kelemahan mendasar dari penerapan tipe kebijakan ini adalah kenyataan bahwa siklus ekonomi sulit untuk diprediksi secara tepat. Berkaitan dengan kondisi tersebut, pandangan lain menjelaskan bahwa kebijakan moneter perlu dilaksanakan secara pasif dan berjalan secara wajar untuk mengakomodasi siklus ekonomi. Kebijakan moneter semacam ini biasa dikenal dengan *procyclical monetary policy* atau *accommodative monetary policy* (Warjiyo & Solikin, 2003:5).

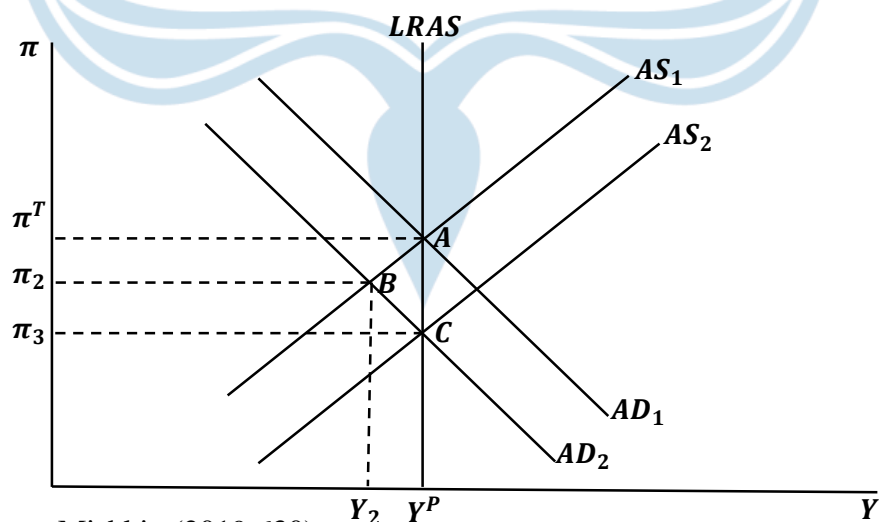
Perbedaan pandangan mengenai keaktifan intervensi kebijakan moneter berpengaruh terhadap respon kebijakan yang diterapkan oleh bank sentral untuk mempengaruhi perekonomian. Penentuan respon kebijakan moneter secara umum dapat dilakukan menggunakan *rules* atau *discretion*. *Rule based policy* menekankan pada pentingnya suatu kebijakan moneter untuk merespon kondisi yang sedang terjadi sesuai dengan perhitungan yang telah dilakukan pada formulasi instrumen kebijakan sebelumnya. Sebaliknya, *discretion based policy* menekankan pentingnya evaluasi dari waktu ke waktu dengan kontekstualisasi pada kondisi yang sedang berlangsung sekarang (Warjiyo & Solikin, 2003:28). Berkaitan dengan

konsep tersebut, terdapat beberapa tipe respon kebijakan yang dapat dilakukan oleh bank sentral suatu negara dalam merespon perubahan siklus kegiatan ekonomi dilihat dari berbagai macam sumber guncangan yang berbeda.

Secara umum, tujuan dari kebijakan moneter bank sentral adalah untuk mencapai stabilitas harga dengan meminimalkan selisih antara inflasi (π) dan target inflasi (π^T) atau yang biasa disebut sebagai *inflation gap*. Upaya bank sentral untuk menstabilkan harga dalam perekonomian tidak lepas dari berbagai guncangan. Secara umum, guncangan dalam perekonomian terdiri atas guncangan permintaan agregat, guncangan penawaran permanen, dan guncangan penawaran temporer (Mishkin, 2019:631).

2.1.2. Respon Kebijakan Moneter Terhadap Guncangan

2.1.2.1. Respon Terhadap Guncangan Permintaan Agregat



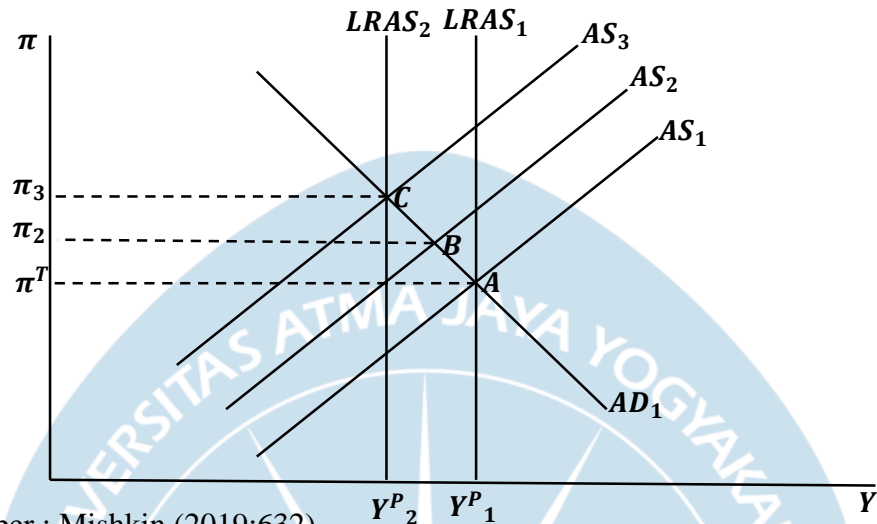
Sumber : Mishkin (2019:630)

Gambar 2.2

Guncangan Permintaan Agregat dan Respon Kebijakan Moneter

Bank sentral secara umum memiliki dua opsi dalam merespon setiap guncangan dalam perekonomian, yaitu tidak memberikan respon kebijakan apapun atau merespon guncangan dengan merumuskan kebijakan stabilisasi. Berkaitan dengan guncangan permintaan agregat, berdasarkan Gambar 2.2, ketika kurva permintaan agregat AD_1 bergeser menjadi AD_2 , maka perekonomian akan bergeser dari titik A menuju titik B . Pergeseran ini diikuti dengan penurunan *output* (Y) ke Y_2 dan tingkat inflasi (π) ke π_2 . Pada skenario ini, apabila bank sentral memilih untuk tidak memberikan respon kebijakan apapun, maka penurunan tingkat inflasi dan *output* yang berada di bawah level potensial akan menurunkan ekspektasi inflasi. Hal ini akan mengakibatkan kurva penawaran agregat jangka pendek AS_1 bergeser menjadi AS_2 . Hasil akhirnya adalah perekonomian akan berada pada keseimbangan di titik C . Keseimbangan di titik C menunjukkan besaran tingkat inflasi yang lebih rendah dari target inflasi (π^T) dan *output* yang kembali pada level potensialnya (Y^P). Skenario lainnya menunjukkan bahwa apabila bank sentral memberikan respon kebijakan stabilisasi atas guncangan permintaan agregat tersebut, misalnya dengan kebijakan moneter ekspansif, maka kurva permintaan agregat AD_2 akan kembali bergeser menjadi AD_1 . Kondisi ini akan mengakibatkan perekonomian kembali menuju keseimbangan di titik A dan target inflasi akan tercapai bersamaan dengan stabilisasi kegiatan ekonomi (Mishkin, 2019:631).

2.1.2.2. Respon Terhadap Guncangan Penawaran Permanen

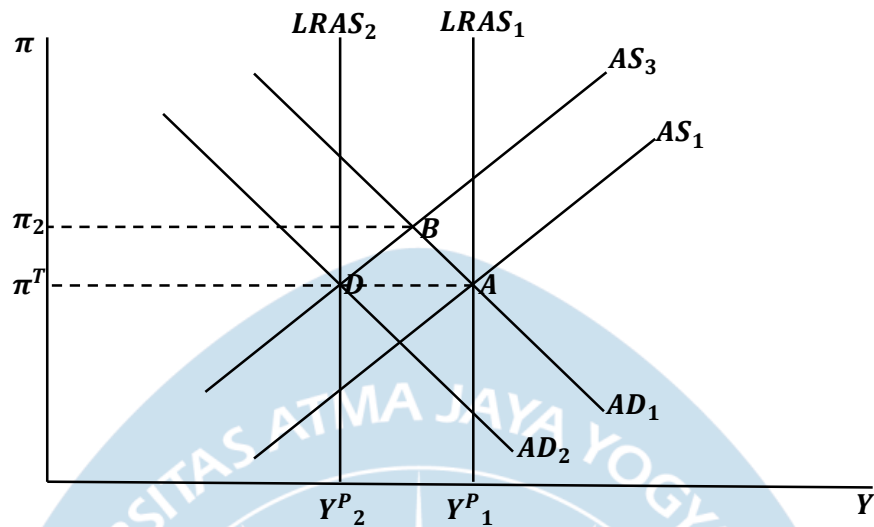


Sumber : Mishkin (2019:632)

Gambar 2.3

Guncangan Penawaran Permanen Tanpa Respon Kebijakan Moneter

Berdasarkan Gambar 2.3, perekonomian pada awalnya berada pada titik A dengan *output* potensial sebesar Y^P_1 dan tingkat inflasi sebesar π^T . Ketika terjadi perubahan pada kebijakan pemerintah yang menimbulkan dorongan negatif secara permanen pada penawaran agregat, maka *output* potensial akan jatuh ke level Y^P_2 , tergambar dari pergeseran kurva penawaran agregat jangka panjang dari $LRAS_1$ menuju $LRAS_2$. Penurunan pada *output* potensial ini akan mendorong kurva penawaran agregat jangka pendek untuk bergeser dari AS_1 menuju AS_2 . Apabila bank sentral tidak memberikan respon kebijakan, maka kurva penawaran agregat jangka pendek akan terus bergeser menjadi AS_3 karena *output* pada keseimbangan di titik B masih berada di atas *output* potensial yang baru. Lebih jauh lagi, tanpa adanya respon kebijakan, perekonomian akan berada pada keseimbangan di titik C dengan tingkat inflasi sebesar π_3 .



Sumber : Mishkin (2019:633)

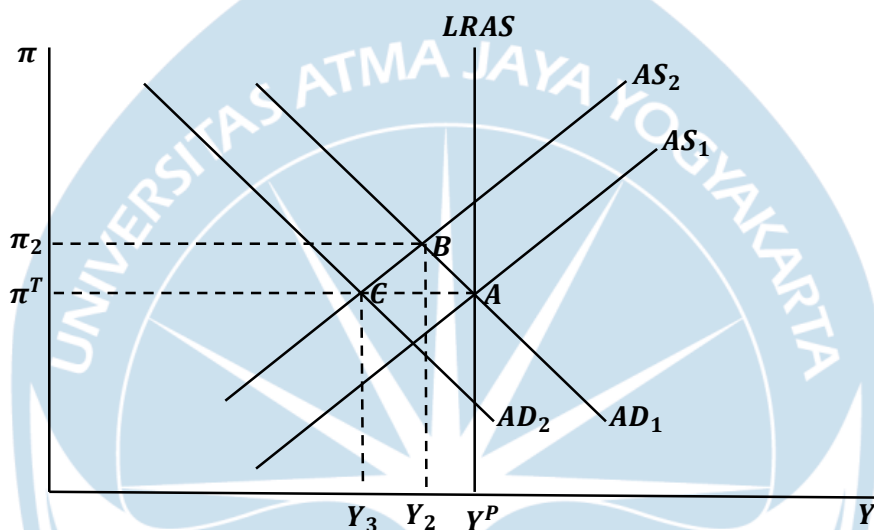
Gambar 2.4

Guncangan Penawaran Permanen dengan Respon Kebijakan Moneter

Berdasarkan Gambar 2.4, skenario lainnya menunjukkan bahwa apabila bank sentral memberikan respon kebijakan stabilisasi atas guncangan penawaran permanen tersebut, misalnya dengan kebijakan moneter kontraktif, maka kurva permintaan agregat AD_1 akan bergeser menjadi AD_2 . Kondisi ini akan mengakibatkan perekonomian menuju keseimbangan di titik D dan target inflasi akan tercapai bersamaan dengan stabilisasi kegiatan ekonomi (Mishkin, 2019:633).

2.1.2.3. Respon Terhadap Guncangan Penawaran Temporer

Fenomena ketika kebijakan stabilisasi bank sentral mampu menstabilkan inflasi bersamaan dengan kegiatan ekonomi dinamakan *divine coincidence*. Kondisi ini hanya mampu dicapai apabila guncangan yang terjadi berasal dari sisi permintaan agregat atau guncangan permanen dari penawaran.



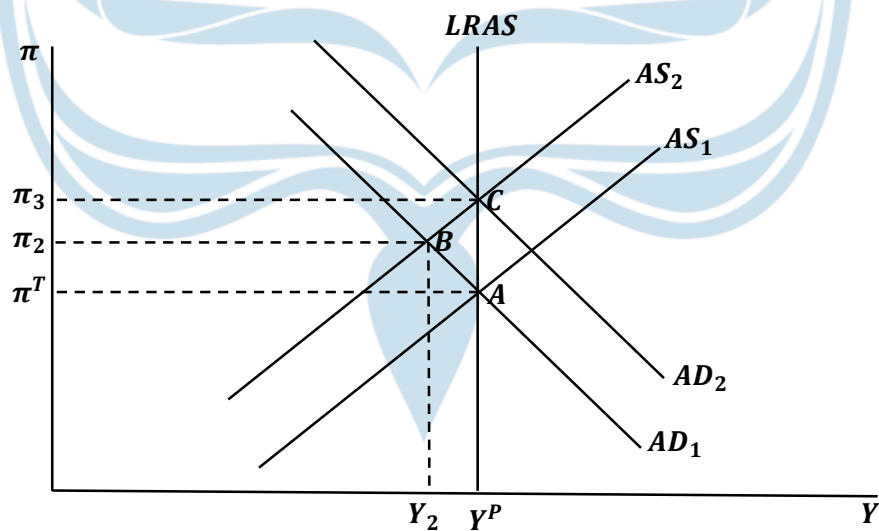
Sumber : Mishkin (2019:635)

Gambar 2.5

Guncangan Penawaran Temporer dengan Respon Kebijakan Stabilisasi Inflasi Jangka Pendek

Berdasarkan Gambar 2.5, perekonomian pada awalnya berada pada titik A dengan *output* potensial sebesar Y^P dan tingkat inflasi sebesar π^T . Ketika terjadi perubahan temporer pada penawaran, misalnya karena kenaikan harga *input*, maka kurva penawaran jangka pendek akan bergeser dari AS_1 ke AS_2 . Penurunan ini tidak akan mengubah *output* potensial dikarenakan perubahan yang terjadi hanya bersifat sementara. Apabila bank sentral tidak memberikan respon kebijakan, maka kurva penawaran agregat jangka pendek akan kembali bergeser menjadi AS_1 karena *output* pada keseimbangan di titik B masih berada di bawah *output* potensial.

Skenario lainnya menunjukkan bahwa apabila bank sentral memberikan respon kebijakan stabilisasi inflasi dalam jangka pendek atas guncangan penawaran secara temporer tersebut, misalnya dengan kebijakan moneter kontraktif, maka kurva permintaan agregat AD_1 akan bergeser menjadi AD_2 . Kondisi ini akan mengakibatkan perekonomian menuju keseimbangan di titik C dan target inflasi akan tercapai, namun masih terjadi *output gap*. Tekanan *output gap* ini akan direspon oleh bank sentral dengan mengembalikan permintaan agregat ke AD_1 agar target inflasi tetap tercapai dan perekonomian mengalami keseimbangan pada titik A . Kondisi ini menunjukkan bahwa ketika terjadi guncangan penawaran temporer, maka intervensi kebijakan moneter akan memperlebar *output gap* dan tindakan ini tidak mendukung stabilisasi kegiatan ekonomi (Mishkin, 2019:635).



Sumber : Mishkin (2019:636)

Gambar 2.6

Guncangan Penawaran Temporer dengan Respon Kebijakan Stabilisasi Ekonomi Jangka Pendek

Berdasarkan Gambar 2.6, apabila guncangan temporer pada penawaran terjadi, maka bank sentral akan merespon dengan kebijakan moneter ekspansif. Hasilnya adalah kurva permintaan agregat bergeser dari AD_1 menuju AD_2 . Pada skenario ini, perekonomian mencapai keseimbangan pada titik C , di mana *output* kembali ke keseimbangan jangka panjangnya tetapi tingkat inflasi tidak dapat distabilkan sesuai target (Mishkin, 2019:636).

2.1.3. *Lag dan Implementasi Kebijakan*

Keaktifan bank sentral dalam merespon guncangan dalam perekonomian secara umum terbagi menjadi dua tipe. Tipe non – aktivis percaya bahwa upah dan harga sangat fleksibel, sehingga *self – correcting mechanism* akan berjalan sangat efektif. Sementara itu, tipe aktivis atau biasa disebut Keynesian, berpandangan bahwa *self – correcting mechanism* akan berjalan sangat lambat karena upah dan harga dianggap kaku. Keynesian percaya bahwa respon kebijakan yang dilakukan perlu mempengaruhi permintaan agregat secara aktif (Mishkin, 2019:637).

Kebijakan moneter yang secara aktif dilakukan untuk mempengaruhi perekonomian di sektor riil diyakini tidak dapat berjalan secara instan. Hal ini dikarenakan implementasi kebijakan moneter memerlukan *lag* untuk dapat bekerja secara optimal. Menurut Mishkin (2019), secara umum, beberapa tipe *lag* yang relevan bagi pengambil kebijakan moneter adalah sebagai berikut:

1. *Data lag*

Merupakan waktu yang dibutuhkan bagi pengambil kebijakan untuk memperoleh data yang menggambarkan kondisi ekonomi.

2. *Recognition lag*

Merupakan waktu yang dibutuhkan pengambil kebijakan untuk yakin pada sinyal yang digambarkan dari data yang dimiliki mengenai kondisi ekonomi di masa depan.

3. *Effectiveness lag*

Merupakan waktu yang dibutuhkan bagi suatu kebijakan untuk dapat memberikan pengaruh nyata kepada perekonomian.

2.2. **Kerangka Kebijakan Moneter**

Tujuan akhir kebijakan moneter untuk menstabilkan harga bersamaan dengan kegiatan ekonomi seringkali tidak dapat dicapai secara bersamaan. Kontradiksi ini menunjukkan keterbatasan dari kebijakan moneter dalam mempengaruhi perekonomian. Berdasarkan kondisi tersebut, kebijakan moneter pada akhirnya lebih difokuskan sebagai kebijakan stabilisasi harga. Upaya bank sentral untuk mencapai kestabilan harga dapat dilakukan melalui berbagai macam kerangka kebijakan moneter yang menggunakan indikator nominal sebagai jangkar atau sasaran antara. Menurut Warjiyo & Solikin (2003), kerangka kebijakan moneter secara umum terbagi menjadi kerangka kebijakan strategis dan kerangka kebijakan operasional.

2.2.1. Kerangka Strategis

Menurut Warjiyo & Solikin (2003), strategi pelaksanaan kebijakan moneter dalam mencapai sasaran akhir kestabilan harga dapat dijelaskan sebagai berikut:

2.2.1.1. Penargetan Nilai Tukar

Kerangka strategis kebijakan moneter dengan penargetan nilai tukar dapat dicapai dengan menetapkan nilai mata uang domestik terhadap harga komoditas internasional tertentu, menetapkan nilai mata uang domestik terhadap mata uang negara besar dengan laju inflasi rendah, atau menyesuaikan nilai mata uang domestik terhadap mata uang negara tertentu berdasarkan pada perbedaan laju inflasi kedua negara (*crawling peg*). Secara umum, kelebihan dan kekurangan dari strategi penargetan nilai tukar dapat dijelaskan pada tabel berikut.

Tabel 2.1
Kelebihan dan Kekurangan Strategi Penargetan Nilai Tukar

Strategi Penargetan Nilai Tukar	
Kelebihan	Kekurangan
Mampu meredam laju inflasi yang berasal dari barang impor.	Negara dengan perekonomian terbuka akan kehilangan independensinya.
Mampu mengarahkan ekspektasi inflasi masyarakat.	Membuka peluang transmisi gejolak struktural antarnegara.
Tergolong kebijakan moneter <i>rule – based policy</i> .	Rentan terhadap spekulasi dalam pemegangan mata uang domestik.
Mudah dipahami masyarakat.	

Sumber : Warjiyo & Solikin (2003:15)

2.2.1.2. Penargetan Besaran Moneter

Kerangka strategis kebijakan moneter dengan penargetan besaran moneter dapat dicapai dengan menetapkan jumlah uang beredar dan kredit sebagai sasaran antara. Kelebihan dan kekurangan dari strategi ini dijelaskan pada tabel berikut.

Tabel 2.2
Kelebihan dan Kekurangan Strategi Penargetan Besaran Moneter

Strategi Penargetan Besaran Moneter	
Kelebihan	Kekurangan
Kebijakan moneter lebih independen dan pencapaian tujuan akhir menjadi lebih terfokus.	Perkembangan instrumen keuangan membuat hubungan antara besaran moneter dan sasaran akhir menjadi tidak stabil, sehingga strategi ini dianggap tidak lagi relevan.
Masyarakat dapat memahami sinyal kebijakan bank sentral dengan cepat	

Sumber : Warjiyo & Solikin (2003:16)

2.2.1.3. Penargetan Inflasi

Kerangka strategis kebijakan moneter dengan penargetan inflasi dapat dicapai dengan mengumumkan target inflasi jangka menengah dan komitmen bank sentral kepada publik untuk mencapai stabilitas harga dalam jangka panjang. Kelebihan dari kerangka strategi penargetan inflasi adalah bahwa strategi ini tidak mengabaikan pencapaian tujuan kebijakan moneter lainnya, seperti perkembangan *output* dan kesempatan kerja. Penyesuaian sasaran inflasi jangka menengah yang

dilakukan bank sentral untuk mencapai sasaran inflasi jangka panjang juga dianggap mampu meminimalkan penurunan *output*.

2.2.1.4. Strategi Kebijakan Moneter Tanpa Jangkar yang Tegas

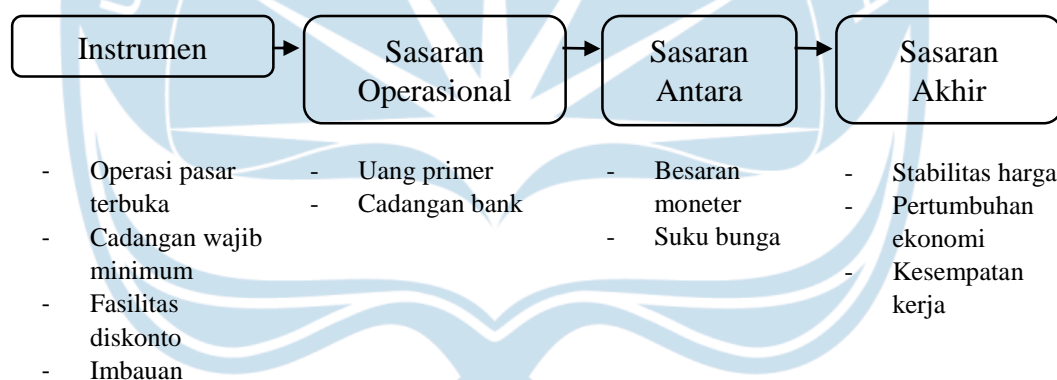
Kerangka strategi ini dijalankan dengan tidak menetapkan jangkar utama yang digunakan bank sentral untuk mencapai sasaran akhir yang menjadi komitmen bank sentral. Strategi ini telah terbukti berhasil dijalankan di Amerika Serikat. Akan tetapi, kelemahan utama dari strategi ini adalah bahwa strategi ini memicu ketidakpastian di pasar mengenai perkembangan harga dan *output*. Kondisi ini akan berdampak buruk bagi akuntabilitas bank sentral.

2.2.2. Kerangka Operasional

Menurut Warjiyo & Solikin (2003) kerangka operasional kebijakan moneter diperlukan untuk mengetahui instrumen, sasaran operasional, sasaran antara, dan sasaran akhir kebijakan moneter secara detail. Sasaran antara diperlukan dalam kerangka operasional kebijakan moneter karena berkaitan dengan pencapaian sasaran akhir yang memerlukan *time lag* tertentu. Pemilihan sasaran antara yang efektif perlu mempertimbangkan kestabilan hubungan antara sasaran antara dengan sasaran akhir. Beberapa sasaran antara yang lazim digunakan antara lain uang beredar dalam arti sempit dan luas, kredit, dan suku bunga. Upaya untuk mencapai sasaran antara yang diinginkan perlu dilakukan melalui sasaran – sasaran yang sifatnya lebih operasional yang mudah untuk langsung dikendalikan. Beberapa sasaran operasional yang lazim digunakan antara lain uang primer dan suku bunga

jangka pendek. Lebih jauh lagi, sasaran operasional yang telah ditetapkan bank sentral hanya dapat dipengaruhi oleh instrumen moneter yang dipilih. Beberapa instrumen moneter yang lazim digunakan antara lain *open market operation*, *reserve requirement*, *discount facility*, dan *moral suasion*.

Pemilihan sasaran antara yang digunakan bank sentral bergantung pada pendekatan yang digunakan. Secara umum, pendekatan dalam pemilihan sasaran antara terbagi menjadi *quantity – based approach* dan *price – based approach*. Kerangka kebijakan moneter dengan *quantity – based approach* dapat diilustrasikan pada Gambar 2.7 di bawah ini.



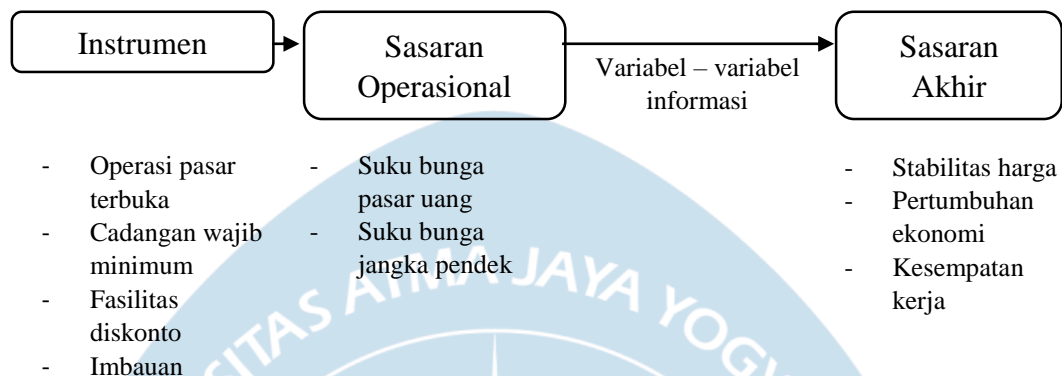
Sumber : Warjiyo & Solikin (2003:25)

Gambar 2.7

Kerangka Operasional *Quantity – Based Approach*

Perbedaan mendasar antara dua pendekatan ini adalah bahwa *quantity – based approach* menggunakan sasaran antara secara tegas. Di sisi lain, *price – based approach* tidak menggunakan sasaran antara secara tegas, sehingga perubahan pada sasaran operasional ditransmisikan menuju sasaran akhir melalui

variabel – variabel informasi seperti misalnya ekspektasi inflasi atau suku bunga jangka panjang.



Sumber : Warjiyo & Solikin (2003:25)

Gambar 2.8
Kerangka Operasional *Price – Based Approach*

2.3. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter didefinisikan sebagai mekanisme kebijakan yang ditempuh bank sentral suatu negara untuk mempengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan dalam rangka mencapai tujuan akhir yang telah ditetapkan. Mekanisme transmisi kebijakan moneter seringkali disebut sebagai mekanisme *black box*. Hal ini dikarenakan kompleksitas proses yang ada di dalamnya. Secara umum, rumitnya proses transmisi kebijakan moneter disebabkan oleh tiga faktor, yaitu perubahan perilaku bank sentral dan para pelaku ekonomi, lamanya tenggat waktu sampai sasaran akhir tercapai, dan perubahan pada saluran transmisi kebijakan moneter akibat dinamika ekonomi dan keuangan suatu negara (Warjiyo, 2004:3-4).

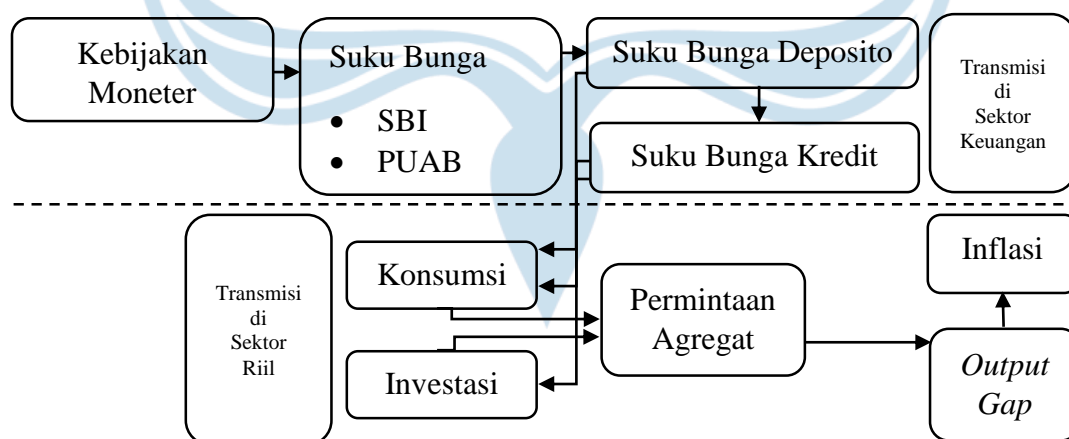
Secara umum, transmisi kebijakan moneter menunjukkan interaksi antara bank sentral, perbankan dan lembaga keuangan lain, dan pelaku ekonomi di sektor riil melalui dua tahap proses perputaran uang, yaitu interaksi yang terjadi di pasar keuangan dan interaksi yang berkaitan dengan fungsi intermediasi. Berkaitan dengan interaksi di pasar keuangan, pengendalian moneter yang dilakukan oleh bank sentral akan berpengaruh terhadap perilaku perbankan dan lembaga keuangan lainnya dalam mengelola portfolio investasinya. Interaksi di pasar keuangan dapat terjadi melalui pasar uang rupiah, pasar uang valuta asing, maupun pasar modal. Berkaitan dengan interaksi melalui fungsi intermediasi, kegiatan perbankan dalam memobilisasi simpanan nasabah akan berpengaruh terhadap besaran – besaran moneter. Interaksi yang berkaitan dengan fungsi intermediasi pada intinya mulai melibatkan interaksi dengan agen ekonomi lainnya, yaitu nasabah atau masyarakat (Warjiyo, 2004:7-9).

Secara umum, teori moneter memformulasikan lima saluran transmisi kebijakan moneter, yaitu saluran moneter langsung, saluran suku bunga, saluran harga aset, saluran kredit, dan saluran ekspektasi (Warjiyo, 2004:14). Perincian lebih jauh yang dikemukakan oleh Mishkin (2019) menjelaskan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter dapat terjadi melalui saluran suku bunga tradisional, saluran harga aset lain, dan saluran kredit. Mishkin (2019) menjelaskan bahwa saluran kredit dapat terjadi melalui saluran pinjaman bank, saluran neraca perbankan, saluran arus kas, saluran tingkat harga yang tidak terantisipasi, dan efek likuiditas rumah tangga. Seiring berjalannya waktu, saluran mekanisme transmisi kebijakan moneter terus berkembang seiring dengan perubahan dinamika ekonomi

dan keuangan. Warjiyo & Juhro (2016) menjelaskan bahwa seiring berkembangnya pasar keuangan suatu negara, peran saluran suku bunga dan harga aset menjadi semakin penting. Mengacu pada pertimbangan tersebut, secara lengkap, konsep mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga dan harga aset dijelaskan sebagai berikut:

2.3.1. Saluran Suku Bunga

Menurut Warjiyo (2004), mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga menekankan pentingnya aspek harga ketimbang aspek kuantitas di pasar keuangan. Pada saluran suku bunga, kebijakan moneter yang dijalankan bank sentral akan berpengaruh terhadap suku bunga di sektor keuangan yang akan ditransmisikan menuju sasaran akhir. Secara lengkap, mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber : Warjiyo (2004:20)

Gambar 2.9

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Saluran Suku Bunga

Berdasarkan pada Gambar 2.9, tahap pertama dari mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga dimulai dari kebijakan moneter bank sentral yang mempengaruhi suku bunga jangka pendek di pasar uang rupiah. Perubahan pada suku bunga jangka pendek selanjutnya akan ditransmisikan pada suku bunga deposito dan kredit perbankan. Keberadaan proses *Asset and Liability Management* (ALMA) yang dilakukan perbankan akan mengakibatkan transmisi dari suku bunga jangka pendek ke suku bunga jangka panjang terjadi dalam *lag* tertentu.

Proses transmisi di sektor keuangan ini selanjutnya akan ditransmisikan menuju sektor riil lewat perubahan pada permintaan konsumsi dan investasi. Perubahan pada suku bunga deposito akan menimbulkan *income effect* pada pendapatan masyarakat, sementara perubahan pada suku bunga kredit akan menimbulkan *substitution effect* pada pembiayaan konsumsi masyarakat. Lebih jauh lagi, suku bunga kredit akan mempengaruhi investasi karena akan merubah komponen *cost of capital*. Perubahan pada komponen konsumsi dan investasi masyarakat akan merubah permintaan agregat dan pada akhirnya menentukan tingkat inflasi dan *output* riil (Warjiyo, 2004:20).

Menurut Ascarya (2014), transmisi kebijakan moneter dalam kerangka *Inflation Targeting Framework* (ITF) berbeda dengan transmisi kebijakan moneter tanpa penerapan kerangka ITF. Secara rinci, transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga melalui *income effect* dalam kerangka ITF dapat dituliskan sebagai berikut:

$$i_{POL} \uparrow \Rightarrow i_{DEP} \uparrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow C \downarrow \Rightarrow \pi \downarrow ; Y \downarrow \quad (1)$$

Berdasarkan persamaan (1) di atas, ketika suku bunga kebijakan (i_{POL}) meningkat, maka suku bunga deposito (i_{DEP}) dan suku bunga riil (i_r) akan terdorong naik. Kondisi ini akan mengontraksi konsumsi (C) dan mendorong penurunan permintaan agregat. Pada akhirnya, inflasi (π) dan *output* (Y) akan jatuh.

Transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga melalui *substitution effect* dalam kerangka ITF dapat dituliskan sebagai berikut:

$$i_{POL} \uparrow \Rightarrow i_{CONS} \uparrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow C \downarrow \Rightarrow \pi \downarrow ; Y \downarrow \quad (2)$$

Berdasarkan persamaan (2) di atas, ketika suku bunga kebijakan (i_{POL}) meningkat, maka suku bunga pinjaman konsumen (i_{CONS}) dan suku bunga riil (i_r) akan terdorong naik. Kondisi ini akan mengontraksi konsumsi (C) dan mendorong penurunan permintaan agregat. Pada akhirnya, inflasi (π) dan *output* (Y) akan jatuh.

Lebih jauh lagi, transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga melalui pengaruhnya pada *cost of capital* dalam kerangka ITF dapat dituliskan sebagai berikut:

$$i_{POL} \uparrow \Rightarrow i_{INV} \uparrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow I_g \downarrow \Rightarrow \pi \downarrow ; Y \downarrow \quad (3)$$

Berdasarkan persamaan (3) di atas, ketika suku bunga kebijakan (i_{POL}) meningkat, maka suku bunga untuk permintaan investasi (i_{INV}) dan suku bunga riil (i_r) akan terdorong naik. Kondisi ini akan mengontraksi investasi (I) dan

berasal dari *return* aset finansial dan aset fisik (*substitution effect* dan *income effect*). Perubahan pada permintaan investasi dalam perekonomian riil berasal dari perilaku perusahaan dalam menyesuaikan dengan kebijakan moneter yang diterapkan bank sentral. Berkaitan dengan perilaku perusahaan, perubahan harga aset akan berpengaruh terhadap biaya modal yang harus dikeluarkan dalam proses produksi dan kegiatan investasi perusahaan (Warjiyo, 2004:23).

Transmisi kebijakan moneter saluran harga aset secara umum dapat dijelaskan dengan kerangka pemikiran Tobin dan teori siklus kehidupan atas tabungan dan konsumsi. Kerangka pemikiran Tobin untuk investasi perusahaan dijelaskan melalui indikator Tobin – q , yaitu rasio antara nilai pasar perusahaan dengan biaya penggantian modal. Nilai Tobin – q yang tinggi dapat disebabkan karena peningkatan kondisi ekonomi atau karena penurunan pada suku bunga kebijakan moneter. Ketika suku bunga kebijakan moneter turun, biaya penggantian modal perusahaan juga akan turun. Kondisi ini akan membuat permintaan investasi perusahaan meningkat. Berkaitan dengan investasi rumah tangga, kerangka pemikiran Tobin dapat dijelaskan melalui penurunan pada suku bunga kredit dan kenaikan harga aset yang tinggi. Lebih jauh lagi, teori siklus kehidupan atas tabungan dan konsumsi menjelaskan bahwa pengeluaran konsumsi periode saat ini ditentukan oleh sumber daya yang dimiliki konsumen sepanjang hidupnya. Sumber daya yang dimaksud tidak hanya mencakup penghasilan di masa depan, tetapi juga kekayaan seperti properti, saham dan aset lainnya. Berdasarkan teori siklus kehidupan atas tabungan dan konsumsi, penurunan suku bunga kebijakan moneter akan mendorong permintaan aset dan kenaikan harga aset. Kenaikan nilai kekayaan

tersebut akan mendorong konsumsi rumah tangga dan permintaan agregat (Warjiyo & Juhro, 2016:170-172)

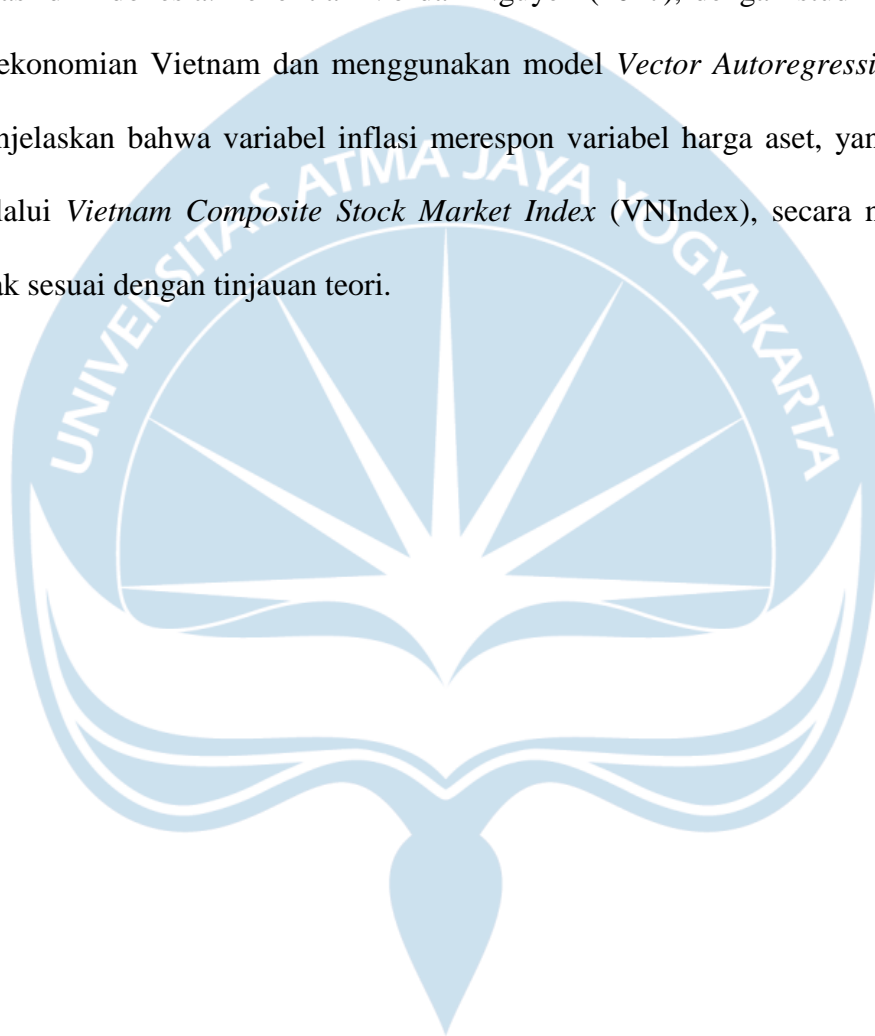
2.4. Penelitian Terdahulu

Beberapa studi mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter, khususnya di Indonesia, sudah cukup banyak dilakukan. Penelitian Wulandari (2012), dengan menggunakan model *Structural Vector Autoregression* (SVAR) dan interpretasi menggunakan analisis *Forecasting Error Variance Decomposition* (FEVD), menunjukkan bahwa jika dibandingkan dengan variabel mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran kredit, variabel mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga memegang peranan penting dalam menjaga stabilitas harga perekonomian Indonesia. Penelitian Fuddin (2014), menggunakan model *Vector Error Correction Model* (VECM) dan analisis *Impulse Response Function* (IRF) dalam cakupan periode 1961 – 2011, juga mengkonfirmasi bahwa jika dibandingkan dengan variabel mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran kredit, variabel mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga, seperti suku bunga riil, suku bunga deposito, dan suku bunga kredit, berpengaruh terhadap pergerakan variabel inflasi di periode awal dan selanjutnya mulai berfluktuasi. Perbedaan terhadap teori dari hasil penelitian tersebut tampak pada hasil IRF yang menyatakan bahwa perubahan variabel suku bunga deposito justru direspon secara positif oleh variabel tingkat inflasi, di mana respon tertinggi terjadi pada periode kedua.

Penelitian Ascarya (2014), dengan menggunakan model VECM dan interpretasi metode IRF, menunjukkan bahwa dalam sistem keuangan ganda yang dianut Indonesia, suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB) dan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) memberikan dampak paling besar dalam merangsang inflasi, sedangkan suku bunga Pasar Uang Antar Bank Syariah (PUAS) mampu menurunkan inflasi. Penelitian tersebut juga menjelaskan bahwa dalam sistem keuangan konvensional, peningkatan pada penyaluran kredit konsumsi akan meningkatkan inflasi, sementara kenaikan pada suku bunga SBI dan PUAB akan menurunkan inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Lebih jauh lagi, penelitian Mentari *et al.* (2018), dengan menggunakan model VECM dan cakupan periode analisis dari 2005:Q1 – 2016:Q4, menjelaskan bahwa meskipun suku bunga PUAB memenuhi kriteria sebagai sasaran operasional dalam mengendalikan inflasi, mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga tidak lebih efektif ketimbang saluran ekspektasi inflasi.

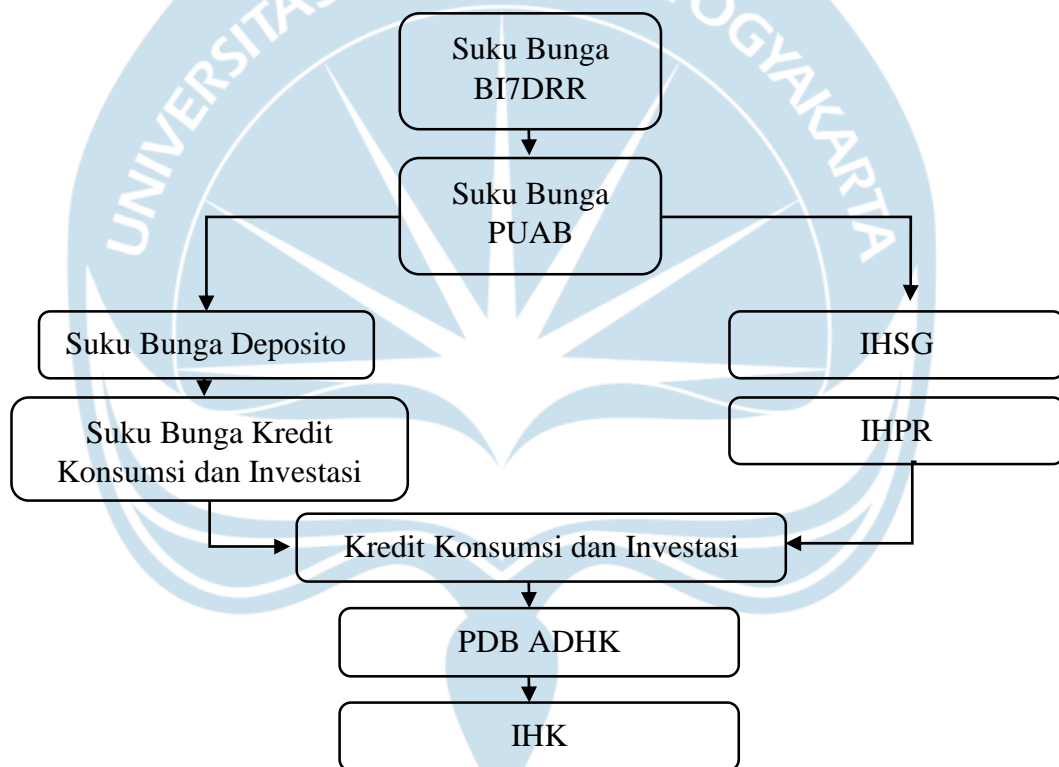
Warjiyo (2004) menjelaskan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset dapat terjadi melalui perubahan kekayaan investor (efek kekayaan) dan perubahan tingkat pendapatan *disposable* yang berasal dari *return* penanaman modal pada aset finansial dan fisik (efek substitusi dan pendapatan). Penelitian Anggraeni (2016), dengan menggunakan variabel Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) sebagai proksi variabel aset fisik dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai proksi aset finansial, menunjukkan bahwa kebijakan moneter kontraktif yang dilakukan Bank Indonesia mampu mengatasi dan mengantisipasi pemanasan ekonomi akibat perubahan harga aset. Penelitian

Arintoko (2021), dengan menggunakan model *Autoregressive Distributive Lag* (ARDL) menunjukkan bahwa harga aset saham, yang diwakili variabel IHSG, memiliki pengaruh positif terhadap transmisi kebijakan moneter pada indikator inflasi di Indonesia. Penelitian Vo dan Nguyen (2017), dengan studi kasus pada perekonomian Vietnam dan menggunakan model *Vector Autoregressive* (VAR), menjelaskan bahwa variabel inflasi merespon variabel harga aset, yang diproksi melalui *Vietnam Composite Stock Market Index* (VNIndex), secara negatif dan tidak sesuai dengan tinjauan teori.



2.5. Kerangka Pemikiran Konseptual

Berdasarkan pada kajian teori dan ketersediaan data, penelitian ini akan menggunakan variabel – variabel yang relevan dengan mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran suku bunga dan harga aset untuk mencapai sasaran akhir kestabilan harga di Indonesia sepanjang periode 2002:Q1 – 2020:Q4. Dengan demikian, disusunlah kerangka pemikiran konseptual sebagai berikut:



Sumber : Diolah

Gambar 2.11 Kerangka Pemikiran Konseptual