

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Ganda Jalur Harga Aset Terhadap Inflasi di Indonesia

Dini Anggreini Khairunnisa^{1*}, Sofyan Rizal²

Universitas Islam Negeri (UIN) Syarif Hidayatullah Jakarta, Indonesia

Email: dini.anggreini22@mhs.uinjkt.ac.id, sofyan.rizal@uinjkt.ac.id

^{*}Penulis Korespondensi

Keywords:

monetary policy transmission; asset price channel; VAR-VECM; dual monetary system.

Abstract

The effectiveness of the monetary policy transmission mechanism is important to determine how strong and the lag length in the transmission channel. Indonesia implements a dual monetary system policy (conventional and sharia). This study aims to analyze, which monetary system has more effectiveness in controlling inflation in by using the monetary policy transmission of the asset price channel. This study uses the VAR-VECM method to see the level of speed or time lag between the two monetary systems. The results of the study show that the transmission channel of the Islamic monetary mechanism (through the asset price channel has a better effect mechanism in influencing inflation compared to the conventional monetary transmission mechanism.

Kata Kunci:

mekanisme transmisi kebijakan moneter; jalur harga aset; VAR-VECM; sistem moneter ganda

Abstrak

Efektivitas jalur mekanisme transmisi kebijakan moneter menjadi penting untuk mengetahui seberapa kuat dan lamanya masa tenggang kerja saluran transmisi. Indonesia menerapkan kebijakan sistem moneter ganda (konvensional dan syariah), sehingga dalam penelitian ini menggunakan dua model. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis sistem moneter mana yang memiliki tingkat keefektifan lebih dalam pengendalian inflasi di Indonesia dengan menggunakan transmisi kebijakan moneter jalur harga aset. Penelitian ini menggunakan metode VAR-VECM dalam melihat tingkat kecepatan atau tenggat waktu (time lag) diantara kedua sistem moneter tersebut. Hasil penelitian menunjukkan jalur transmisi mekanisme moneter syariah melalui jalur harga aset memiliki mekanisme yang lebih unggul dalam mempengaruhi inflasi dibandingkan dengan mekanisme transmisi moneter konvensional.

Received: 15 March 2022

Revised: 20 April 2022

Accepted: 08 May 2022

PENDAHULUAN

Bank Indonesia membutuhkan kebijakan dalam menjaga stabilitas nilai tukar agar sesuai dengan nilai dasarnya, salah satu kebijakan itu adalah kebijakan moneter. Kebijakan moneter sendiri merupakan bagian dari kebijakan makroekonomi yang memainkan peran dalam mempengaruhi situasi perekonomian suatu negara. Kebijakan moneter harus diterapkan untuk mempengaruhi jumlah dan kredit uang yang beredar oleh bank sentral (Nopirin, 1993). Keberhasilan kebijakan moneter dapat dilihat dari dampak positif kegiatan ekonomi riil negara tersebut seperti pertumbuhan ekonomi yang meningkat, kesejahteraan

rakyat, kesempatan kerja, keuntungan valuta asing, dan kebijakan makro internasional lainnya.

Fokus pelaksanaan kebijakan moneter Indonesia disesuaikan dengan Pasal 23 tahun 1999, lalu direvisi kembali pada tahun 2004, dan kemudian Bank Indonesia diberikan wewenang sebagai otoritas moneter ganda untuk melakukan kebijakan moneter yang konvensional dan syariah, maka Bank Indonesia mengadopsi kebijakan moneter ganda (*dual monetary policy*) dengan tujuan utama adalah mencapai dan menjaga tingkat kestabilan nilai rupiah, yaitu stabilitas harga (Inflasi) dan nilai tukar rupiah.

Berdasarkan tujuan utama kebijakan moneter, yaitu menjaga stabilitas nilai rupiah dapat dicerminkan dari tingkat inflasi yang rendah dan stabil. Namun, jalur serta transmisi dari instrumen kebijakan moneter sendiri menuju tercapainya tujuan target inflasi memiliki keadaan yang cukup rumit, kompleks serta terdapat time lag. Mekanisme transmisi moneter dalam sistem moneter ganda merupakan fenomena baru proses transmisi dari sektor moneter ke sektor riil dalam sistem moneter konvensional dan sistem moneter syariah melalui berbagai jalur ekonomi untuk mencapai pertumbuhan ekonomi dan stabilitas moneter yang diinginkan (Altavilla et al., 2021; Yuliadi, 2020; Zholud et al., 2019).

Dampak penerapan kebijakan moneter terhadap inflasi tidak langsung terjadi, namun terdapat jeda waktu melalui mekanisme transmisi kebijakan moneter. Efektivitas jalur mekanisme transmisi kebijakan moneter menjadi penting. Untuk mengetahui seberapa kuat dan lamanya masa tenggang kerja masing-masing saluran transmisi. Efektivitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter (MTKM) diukur dengan dua indikator: pertama, seberapa cepat (*time lag*), kedua, seberapa kuat kekuatan variabel dalam menentukan variabel ekonomi dan variabel keuangan mana yang paling kuat untuk memimpin. indikator pergerakan inflasi dan sasaran operasional kebijakan moneter (Warjiyo, 2004).

Syema (2019) dalam penelitiannya mengenai *Channels of Monetary Policy Transmission in Indonesia: A VAR Model Analysis* menyatakan bahwasannya saluran moneter yang paling efektif adalah saluran suku bunga, sementara itu nilai tukar dan harga aset adalah saluran kebijakan moneter yang paling tidak efektif. Mukhtar & Younas, (2019) melakukan penelitian di Pakistan dalam *Monetary Policy Transmission Of Pakistan Evidence From Bank Lending And Asset Price Channels* mengemukakan bahwasannya variabel harga saham yang digunakan dalam penelitian harga aset memberikan kontribusi maksimum terhadap tingkat output saja, tidak menunjukkan efek penting pada inflasi. Ouchchikh (2018) dalam *Monetary Policy Transmission Mechanism in a Small Open Economy Under Fixed Exchange Rate: An SVAR Approach For Morocco* menyatakan saluran harga aset dinegara itu dianggap tidak penting dalam mentransmisikan *shock* kebijakan moneter hal ini dikarenakan pasar modal Maroko sempit dan tidak cukup berkembang. Ascarya (2014) melakukan penelitian dengan sistem keuangan ganda (konvensional dan syariah) menyatakan bahwasannya sistem bunga dalam konvensional cenderung meningkatkan inflasi dan menurunkan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan Sistem syariah yang bebas bunga cenderung tidak mendorong inflasi dan tidak menghalangi pertumbuhan ekonomi. peningkatan SBI menyebabkan peningkatan inflasi

dan menurunkan pertumbuhan ekonomi, sedangkan peningkatan SBIS memberikan dampak signifikan terhadap inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Zaelina (2018) dalam penelitian mekanisme transmisi moneter syariah menyatakan bahwasannya SBIS memiliki kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi dan pengurangan inflasi.

Kebijakan moneter yang diambil harus melalui mekanisme transmisi kebijakan moneter, mekanisme ini memiliki beberapa jalur yang dapat menjadi pilihan. Dari beberapa jalur mekanisme yang sering dibahas seperti jalur nilai tukar, suku bunga dan kredit, jalur harga aset tidak terlalu banyak dibahas namun buka berarti tidak memiliki pengaruh diterapkannya kebijakan sistem moneter ganda (konvensional dan syariah) di Indonesia, dapat dilihat bahwasannya kedua kebijakan memiliki keunikan masing-masing, terutama kebijakan moneter syariah dan seluruh potensinya yang dianggap dapat menjadi salah satu jalan keluar efektif dalam menyelesaikan permasalahan yang dihadapi kebijakan moneter konvensional selama ini hal ini dapat diteliti sistem moneter mana yang memiliki keefektifan lebih dalam pengendalian inflasi yang terus meningkat dengan uji *Vector Auto Regression* (VAR) dan *Vector Error Correction Model* (VECM) dalam melihat tingkat kecepatan atau tenggat waktu (*time lag*) diantara kedua sistem moneter tersebut.

METODE

Jenis data yang digunakan adalah data *time series* dengan data sekunder yang bersumber dari data statistik Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan. Metode analisis data yang digunakan adalah metode VAR/VECM. *Vector Autoregressive* (VAR-VECM) bertujuan untuk melakukan analisis dan pemrosesan data. Kebijakan makroekonomi yang dinamis dan probabilitas dipelajari dengan menggunakan model pengukuran VAR. Untuk memperoleh pada persamaan menggunakan interpretasi persamaan, nilai delay dari variabel lain dalam sistem VAR harus diidentifikasi. Asumsi apa pun dalam VAR yang harus dipenuhi variabel dependennya bersifat stationer, sisa semua noise bersifat putih, dengan kata lain rerata nol, keragaman konstan, dan tidak ada korelasi antara variabel dependen. Pengujian pemasangan data dapat dilakukan dengan menguji ADF (*Augmented Dekey fuller*) dan eksistensi unit root pada variabel tersebut menghasilkan persamaan regresi atau model yang tajam.

Keberadaan kointegrasi bisa dilakukan dengan menggunakan metode Johansen atau Engel Grenger. Setelah memastikan bahwa variabel tidak terkointegrasi, hasilnya dapat diterapkan standar VAR yang sama dengan OLS, jika pengujian ini terbukti memiliki variabel stationer. VECM untuk sistem equation dapat diterapkan jika sudah terbukti vector kointegrasi. Terdapat dua model yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu mekanisme transmisi moneter konvensional dan mekanisme transmisi moneter syariah. Model pertama yaitu mekanisme transmisi moneter konvensional melalui jalur harga aset terhadap inflasi kemudian model kedua yaitu mekanisme transmisi moneter syariah melalui jalur harga aset terhadap inflasi. Model I dan II dapat dijabarkan sebagai berikut:

Tabel 1. Model Penelitian Mekanisme Transmisi Moneter Ganda Melalui Jalur Harga Aset Terhadap Tingkat Inflasi Di Indonesia Periode 2014-2020

Model	Penjabaran
I	$IHK_t = f(SBI_t, M2_t, Obligasi_t)$
II	$IHK_t = f(SBIS_t, M2_t, Sukuk_t)$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Temuan uji stationeritas akar unit dengan metode ADF test pada derajat level untuk keenam variabel (SBI, SBIS, M2, OBLIGASI, SUKUK, dan INFLASI) mengungkapkan bahwa tidak ada variabel yang stationer pada derajat level dikarenakan keenam variabel tersebut memiliki nilai *probability* > α (0.05). Disebabkan data tidak lolos pada derajat level maka pengujian dilanjutkan dengan uji pada derajat *first difference*. Dari test uji derajat integrasi dengan metode ADF test pada derajat *first difference* menunjukkan bahwa keenam variabel bersifat stationer (nilai *probability* $0.0000 < \alpha$) sehingga permodelan dapat dilanjutkan.

Hasil dari uji mekanisme transmisi moneter konvensional (Model I) melalui jalur harga aset dalam mempengaruhi tingkat inflasi di Indonesia, dimana pada Model I dinyatakan hasil pengujian *VAR stability condition* check bersifat stabil dengan semua akar dari fungsi polynomial berada didalam *unit circle* atau jika nilai absolutnya < 1 dengan rentang modulus berada pada 0.998384-0.003604. Model I menggunakan lag 1 sebagai lag optimum berdasarkan pada pertimbangan bahwa lag 1 direkomendasikan oleh 3 metode pengujian yaitu FPE, SC, dan HQ. Pada hasil uji kointegrasi (*trace*) menunjukkan nilai *trace statistic* < *critical value* dengan $\alpha = 0.05$ ($32.166 < 47.846$) dan uji kointegrasi (*maximum eigenvalue*) menunjukkan nilai *Max-Eigen statistic* < *critical value* dengan $\alpha = 0.05$ ($16.800 < 27.584$) maka dari itu Model I tidak memiliki hubungan kointegrasi sehingga dapat dilanjutkan menggunakan uji VAR.

Tabel 2. Hasil Uji Kausalitas Granger Model I

Null Hypothesis	F-Statistic	Prob.
M2 does not Granger Cause INFLASI	4.66010	0.0339*
INFLASI does not Granger Cause M2	0.69733	0.4062
OBLIGASI does not Granger Cause INFLASI	4.48241	0.0374*
INFLASI does not Granger Cause OBLIGASI	1.60914	0.2083
SBI does not Granger Cause INFLASI	2.29829	0.1335
INFLASI does not Granger Cause SBI	0.49266	0.4848
OBLIGASI does not Granger Cause M2	8.40481	0.0048*
M2 does not Granger Cause OBLIGASI	0.79354	0.3757
SBI does not Granger Cause M2	0.42847	0.5146
M2 does not Granger Cause SBI	2.18583	0.1432
SBI does not Granger Cause OBLIGASI	0.52157	0.4723
OBLIGASI does not Granger Cause SBI	2.27242	0.1356

*Memiliki hubungan kausalitas

Sumber: Output olah data menggunakan *eviews 11*

Berdasarkan hasil uji kausalitas antar variable pada model I (konvensional) diperoleh hasil dimana variabel M2 secara statistik signifikan mempengaruhi INFLASI ($0.0339 < \alpha = 0.05$). Berdasarkan hasil uji VAR, M2 mempunyai nilai koefisien -0.464040 yang berarti M2 memiliki pengaruh negative terhadap Inflasi, artinya adalah apabila M2 meningkat 1% maka Inflasi akan menurun sebesar -0.464%. Berdasarkan hasil uji *Impulse Response Function* (IRF) untuk alur transmisi kebijakan moneter ganda menunjukkan, jika mengalami tren negative artinya adalah variable tersebut mempengaruhi kenaikan inflasi, sedangkan jika mengalami tren positif artinya adalah variable tersebut mempengaruhi penurunan inflasi. Variable M2 mengalami tren negative sehingga variable M2 mempengaruhi kenaikan inflasi.

Berdasarkan hasil uji kausalitas antar variable pada model I (konvensional) diperoleh hasil variabel OBLIGASI secara statistik signifikan mempengaruhi INFLASI ($0.0374 < \alpha = 0.05$). Berdasarkan hasil uji VAR, Obligasi mempunyai nilai koefisien 0.171949 yang berarti Obligasi memiliki pengaruh positif terhadap Inflasi, artinya adalah apabila obligasi meningkat 1% maka Inflasi akan meningkat sebesar 0.171%. dan berdasarkan hasil uji IRF, variable Obligasi mengalami tren negative sehingga variable Obligasi mempengaruhi kenaikan inflasi.

Variabel SBI secara statistik tidak signifikan mempengaruhi INFLASI, karena memiliki nilai probabilitas di atas α ($0.1335 > \alpha = 0,05$). Pada hasil uji VAR, variabel SBI mempunyai nilai koefisien 0.014284 yang berarti SBI memiliki pengaruh positif terhadap Inflasi, artinya apabila SBI meningkat 1% maka Inflasi akan meningkat sebesar 0.014%. Pada hasil uji *Impulse Response Function* (IRF) Variabel SBI mengalami tren negative sehingga variable SBI mempengaruhi kenaikan inflasi.

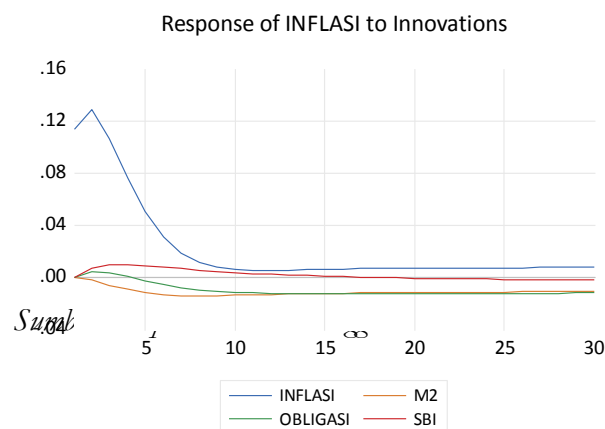
Tabel 3. Estimasi VAR Model I

	INFLASI	SBI	OBLIGASI	M2
INFLASI(-1)	0.846595 (0.06123) [13.8257]	-0.188213 (0.20831) [-0.90351]	-0.006547 (0.00549) [-1.19219]	-0.003972 (0.00635) [-0.62519]
SBI(-1)	0.014284 (0.01470) [0.97181]	0.901046 (0.05000) [18.0194]	0.000739 (0.00132) [0.56069]	0.002299 (0.00153) [1.50725]
OBLIGASI(-1)	0.171949 (0.72508) [0.23714]	-0.992030 (2.46668) [-0.40217]	0.947922 (0.06502) [14.5783]	0.236150 (0.07524) [3.13872]
M2(-1)	-0.464040 (0.78315) [-0.59253]	0.208110 (2.66422) [0.07811]	0.046383 (0.07023) [0.66044]	0.736052 (0.08126) [9.05763]
C	6.213674 (7.68888) [0.80814]	3.595471 (26.1571) [0.13746]	-0.374481 (0.68951) [-0.54311]	2.594644 (0.79783) [3.25211]

Sumber: Output olah data menggunakan eviews 11

Gambar 1. Impulse Response Inflasi Model I

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations



Berdasarkan hasil *Variance Decomposition*, selain inflasi itu sendiri terdapat tiga variabel yang memiliki pengaruh yang besar terhadap inflasi yaitu: SBI sebesar 3.11 persen, M2 sebesar 12.89 persen dan obligasisebesar 15.93 persen. Sehingga hasil penelitian diatas, dugaan adanya hubungan mekanisme transmisi moneter konvensional melalui jalur aset dalam mempengaruhi inflasi di Indonesia, hipotesis yang diterima adalah diterimanya H1 dan menolak H0, dimana terdapat hubungan mekanisme transmisi moneter konvensional melalui jalur aset dalam mempengaruhi inflasi di Indonesia.

Tabel 4. Hasil *Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)* Penyumbang Inflasi Model I

Periode	S.E	INFLASI	M2	OBLIGASI	SBI
1	0.116317	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.152631	99.73572	0.126226	0.004270	0.133779
12	0.223896	92.74272	3.192421	0.842119	3.222736
24	0.236285	86.10024	5.859288	4.453653	3.586819
36	0.246169	81.04817	7.823669	7.782059	3.346099
48	0.255792	76.92789	9.423479	10.40426	3.244366
60	0.264985	73.49220	10.76454	12.55337	3.189892
72	0.273689	70.57291	11.90683	14.37175	3.148519
84	0.281931	68.05795	12.89158	15.93704	3.113432

Sumber: Output olah data menggunakan *eviews 11*

Mekanisme transmisi moneter syariah (Model II) melalui jalur harga aset dalam mempengaruhi tingkat inflasi di Indonesia pada hasil uji *VAR Stability Condition Check* dinyatakan bersifat stabil sehingga model II dapat dilanjutkan dan hasil IRF dan FEVD dapat dianggap valid dikarenakan semua akar fungsi *polynomial* berada di dalam *unit circle* dengan rentang modulus 0.997872- 0.22687. Hasil uji lag optimal menunjukkan lag 1 yang akan digunakan, hal tersebut didasarkan dengan pertimbangan bahwa lag 1 disarankan dalam 2 metode pengujian yaitu SC dan HQ. Hasil uji kointegrasi Model II pada nilai *trace statistic* > *critical value* dengan $\alpha = 0.05$ ($54.39305 > 47.84613$), terdapat hubungan kointegrasi pada model II. Jika data mengandung kointegrasi maka sesuai dengan permodelan VAR maka model ini selanjutnya akan menggunakan VECM. Pada hasil uji kointegrasi *Max-Eigen statistic* < *critical value* dengan $\alpha = 0.05$ ($26.34839 < 27.58434$).

Tabel 5. Hasil Uji Kausalitas Granger Model II

Null Hypothesis	F-Statistic	Prob.
M2 does not Granger Cause INFLASI	4.66010	0.0339*
INFLASI does not Granger Cause M2	0.69733	0.4062
SBIS does not Granger Cause INFLASI	0.25007	0.6184
INFLASI does not Granger Cause SBIS	5.89497	0.0174*
SUKUK does not Granger Cause INFLASI	4.30875	0.0411*
INFLASI does not Granger Cause SUKUK	1.03184	0.3128
SBIS does not Granger Cause M2	0.49549	0.4835
M2 does not Granger Cause SBIS	3.09945	0.0821
SUKUK does not Granger Cause M2	3.32842	0.0718
M2 does not Granger Cause SUKUK	3.82165	0.0541
SUKUK does not Granger Cause SBIS	2.19909	0.1420
SBIS does not Granger Cause SUKUK	3.04856	0.0846

*Memiliki hubungan kausalitas

Sumber: Output olah data menggunakan *eviews 11*

Berdasarkan hasil uji kausalitas antar variable, Variabel M2 secara statistik signifikan mempengaruhi INFLASI ($0.0339 < \alpha = 0.05$), Jika di dasarkan dari hasil uji estimasi VECM, variabel M2 signifikan pada taraf nyata lima persen. Artinya, variabel M2 memiliki pengaruh jangka Panjang. Kemudian berdasarkan hasil uji *Impulse Response Function* (IRF) untuk alur transmisi kebijakan moneter ganda menunjukkan, jika mengalami tren negative artinya adalah variable tersebut mempengaruhi kenaikan inflasi, sedangkan jika mengalami tren positif artinya adalah variable tersebut mempengaruhi penurunan inflasi. Variable M2 mengalami tren negative sehingga variable M2 mempengaruhi kenaikan inflasi.

Hasil uji kausalitas Variabel SUKUK secara statistik signifikan mempengaruhi INFLASI ($0.0411 < \alpha = 0.05$). Jika di dasarkan dari hasil uji estimasi VECM, variabel SUKUK signifikan pada taraf nyata lima persen. Artinya, variabel SUKUK memiliki pengaruh jangka Panjang, dan hasil uji IRF variable Sukuk mengalami tren positif sehingga variable Sukuk mempengaruhi penurunan inflasi.

Tabel 6. Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek

Jangka Pendek		
Variabel	Koefisien	t-statistik
CointEq1	-0.187992	-3.06502
D(SUKUK(-1))	-0.261239	-0.68516
D(SBIS(-1))	-0.021805	-0.15401
D(M2(-1))	0.432363	0.42431
D(INFLASI(-1))	0.353165	3.05014*
C	-0.009625	-0.56760

*Signifikan pada taraf nyata lima persen

Sumber: Output olah data menggunakan evIEWS 11

Pada uji kausalitas antar variabel. Variabel INFLASI secara statistik signifikan mempengaruhi SBIS ($0.0174 < \alpha = 0.05$). Hasil uji IRF menunjukkan tren positif ditemukan pada variabel SBIS sehingga variabel SBIS memberikan pengaruh terhadap menurunnya inflasi, Dengan uji ekonometrik IRF (model II), mekanisme transmisi moneter syariah melalui jalur harga aset dalam mengendalikan inflasi berdampak positif dalam arti variabel syariah SBIS dan sukuk yang dijadikan indikator memiliki pengaruh positif yang berarti variabel tersebut mengurangi pengaruh peningkatan inflasi sebagai indikator inflasi dan sifatnya permanen selama periode tersebut. Demikian pula, SBIS mendekati negatif dalam hal mempengaruhi inflasi pada akhir periode, tetapi berhasil menekan inflasi sebesar 39,75% di sisi syariah. Dengan kata lain, ketika inflasi berhasil diturunkan, daya beli produk dan jasa akan mengalami kenaikan.

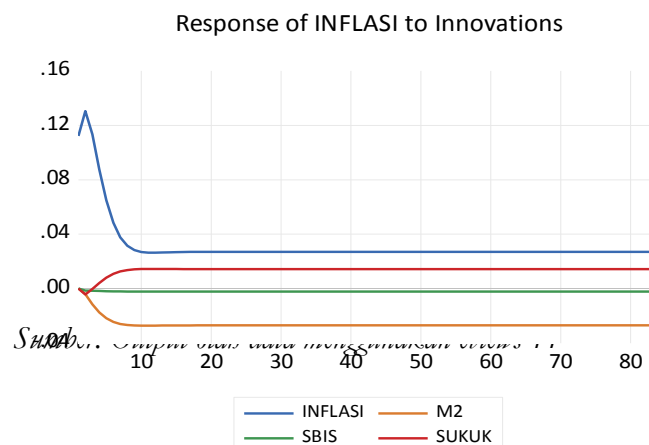
Tabel 7. Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang

Jangka Panjang		
Variabel	Koefisien	t-statistik
SBIS(-1)	0.027170	0.11551
M2(-1)	4.474866	3.61411*
SUKUK(-1)	-0.708523	-1.87287*

*Signifikan pada taraf nyata lima persen

Sumber: Output olah data menggunakan evIEWS 7

Gambar 4. Impulse Response Inflasi Model II
 Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations



Hasil dari uji *Variance Decomposition* menyatakan selain inflasi itu sendiri terdapat tiga variabel yang memiliki pengaruh yang besar terhadap inflasi yaitu: SBIS sebesar 0.22 persen, M2 sebesar 31.08 persen dan obligasi sebesar 8.45 persen.

Tabel 6. Hasil *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) Penyumbang Inflasi Model II

Periode	S.E	INFLASI	M2	SBIS	SUKUK
1	0.112308	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.172347	99.86794	0.059163	0.008750	0.064152
12	0.263561	89.42103	8.535295	0.068617	1.975053
24	0.299188	79.07590	16.52531	0.123512	4.275278
36	0.331076	72.54337	21.57258	0.158208	5.725834
48	0.360152	68.03519	25.05577	0.182153	6.726885
60	0.387050	64.73663	27.60436	0.199672	7.459337
72	0.412196	62.21844	29.55001	0.213047	8.018507
84	0.435894	60.23298	31.08405	0.223592	8.459383

Sumber: Output olah data menggunakan eviews 11

Berdasarkan hasil penelitian diatas, dugaan adanya hubungan mekanisme transmisi moneter syariah melalui jalur aset dalam mempengaruhi inflasi di Indonesia, hipotesis yang diterima adalah diterimanya H1 dan menolak H0, dimana terdapat hubungan mekanisme transmisi moneter syariah melalui jalur aset dalam mempengaruhi inflasi di Indonesia. Penerapan kebijakan moneter di Indonesia sesuai UU No. 23 tahun 1999 yang telah diubah dalam UU No. 3 Tahun 2004 mengenai kebijakan moneter menyebutkan bahwa Bank Indonesia diberi Amanah sebagai otoritas moneter ganda yang dapat menjalankan kebijakan moneter konvensional maupun Syariah, maka kebijakan moneter yang ditempuh menggunakan dual monetary policy yakni konvensional dan Syariah dengan tujuan utama kebijakan moneter di Indonesia. Dengan adanya dua jenis kebijakan moneter maka penelitian ini membandingkan antara mekanisme transmisi moneter konvensional dan syariah melalui jalur harga aset dalam mempengaruhi inflasi di Indonesia. Hasil dari table uji *Forecast error Variance Decomposition* (FEVD) Model I bahwa variable-variabel konvensional meliputi SBI (3.11%), M2 (12.89%), obligasi (15.93%) yang memberikan sumbangan negative (menaikkan) inflasi sebagai indicator inflasi sebesar 31,94%. Sedangkan hasil dari table *Forecast error Variance Decomposition* (FEVD) Model II bahwa variable-variabel konvensional meliputi SBIS (0,22%), M2 (31,08%), sukuk (8,45%) yang memberikan sumbangan positif (menurunkan) inflasi sebagai indicator inflasi sebesar 39,75%.

Sehingga dapat disimpulkan dalam penelitian mekanisme transmisi jalur harga asset Syariah memiliki alat atau instrument moneter yang lebih baik untuk mengendalikan inflasi dibanding mekanisme transmisi moneter jalur harga asset konvensional. Hal ini sejalan dengan penelitian Zaelina (2018) yang menyatakan bahwasannya variabel-variabel moneter syariah cenderung lebih baik dalam mengendalikan dan menurunkan inflasi di Indonesia. Maka dari itu hipotesis dugaan adanya hubungan yang lebih berpengaruh antara mekanisme

transmisi moneter konvensional dengan mekanisme transmisi moneter syariah melalui jalur aset dalam mempengaruhi inflasi di Indonesia, hasilnya adalah mekanisme transmisi moneter Syariah melalui jalur harga aset lebih berpengaruh dalam menurunkan inflasi di Indonesia dibandingkan transmisi moneter konvensional sedangkan transmisi moneter konvensional lebih berpengaruh dalam menaikkan inflasi di Indonesia dibandingkan transmisi moneter Syariah.

Berdasarkan karakteristik SBI yang dapat diperjualbelikan di pasar sekunder yang juga bersifat spekulatif, variabel konvensional ini masih sangat dipengaruhi oleh tingkat suku bunga yang ditentukan dalam mekanisme pasar. Berinvestasi dalam obligasi melibatkan pembelian dan penjualan instrumen utang yang tidak memiliki aset fisik tertentu, dan tentu saja, tingkat suku bunga yang dikenakan oleh bank berdampak pada harga obligasi. Jadi jelas bahwa model I yang menggunakan variabel konvensional berpengaruh terhadap inflasi.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut, Indonesia dapat memilih mekanisme transmisi moneter syariah sebagai model utama dalam menurunkan inflasi di Indonesia dalam kasus melalui jalur harga aset. Karena variabel syariah tidak terpengaruh oleh tingkat suku bunga yang dikenakan oleh mekanisme pasar, mekanisme transmisi moneter syariah lebih cocok untuk menurunkan inflasi di Indonesia. Karakteristik SBI yang dapat diperjualbelikan di pasar sekunder yang juga bersifat spekulatif menunjukkan bahwa variabel konvensional masih sangat dipengaruhi oleh tingkat suku bunga yang ditetapkan dalam mekanisme pasar. Suku bunga bank, di sisi lain, berdampak langsung pada harga obligasi, yang diinvestasikan pada instrumen utang yang tidak memiliki aset fisik tertentu. Dengan demikian, tidak diragukan lagi bahwa model I dengan variabel konvensional memiliki pengaruh terhadap inflasi, seperti yang ditunjukkan oleh hasil penelitian. Penggunaan rupiah atau flat money merupakan penyebab utama terjadinya inflasi, yang dibuktikan dengan perolehan hasil variabel M2 yang menunjukkan tren negatif sehingga variabel M2 berdampak terhadap peningkatan inflasi di kedua model. Inflasi tidak akan pernah bisa diperbaiki selama pemerintah terus menggunakan flat money.

Perbedaan pengaruh hubungan jangka pendek dengan jangka panjang terhadap inflasi ada di kapan variabel transmisi mempengaruhi kenaikan/penurunan inflasi. Untuk transmisi jalur harga aset, secara jangka pendek pengaruhnya kurang signifikan antara variabel-variabel transmisi moneter dengan inflasi. yang signifikan pengaruhnya hanya terlihat di inflasi terhadap inflasinya sendiri dan itu terjadi di kedua model baik konvensional dan syariah. Sedangkan di pengaruh hubungan jangka panjang, variabel-variabel transmisi moneter menunjukkan pengaruh terhadap inflasi, terutama di model II (syariah). Jadi untuk kebijakan transmisi moneter jalur harga aset pengaruhnya terhadap inflasi baru bisa dilihat lebih signifikan secara jangka panjang

SIMPULAN

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dipaparkan sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan dari penelitian ini sebagai berikut. Pada model I (konvensional) hanya variabel obligasi dan M2 (jumlah uang beredar) yang memiliki pengaruh signifikan terhadap inflasi di Indonesia periode 2014-2020. Sedangkan variabel SBI tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap inflasi pada periode 2014-2020. Merujuk pada hasil estimasi VAR (jangka pendek), ternyata hanya variabel inflasi yang berdampak signifikan terhadap inflasi periode 2014-2020. Pada model II (syariah) hanya variabel suku dan M2 (jumlah uang beredar) yang berpengaruh signifikan terhadap inflasi periode 2014-2020, sedangkan variabel inflasi berpengaruh secara signifikan terhadap variabel SBIS. Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka pendek, hanya variabel inflasi yang memiliki pengaruh terhadap inflasi periode 2014-2020. Sedangkan dari estimasi VECM jangka panjang variabel suku dan M2 (jumlah uang beredar) memiliki pengaruh terhadap inflasi. Dalam penelitian ini, aliran mekanisme transmisi moneter syariah melalui jalur harga aset memiliki mekanisme yang lebih unggul dalam mempengaruhi inflasi sebagai indikator inflasi dibandingkan dengan mekanisme transmisi moneter konvensional melalui jalur harga aset.

Dalam pengendalian variabel-variabel inflasi bank sentral harus menggunakan instrumen kebijakan moneter konvensional dan instrumen kebijakan moneter syariah untuk mendapatkan hasil yang maksimal. Meskipun instrumen jalur harga aset konvensional dan syariah telah digunakan dalam mekanisme transmisi moneter, namun belum memberikan dampak yang cukup besar dalam mengontrol inflasi, khususnya dalam jangka pendek.

PUSTAKA ACUAN

- Adrian, T., & Shin, H. S. (2011). Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism. In *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 396* (No. 396; Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 396). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1483825>
- Alaabed, A. (2019). The Efficacy of Monetary Transmission Mechanism: The Case of the United States. *International Journal of Islamic Economics (IJIE)*, 1(01), 30–34. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3383470>
- Alim, M. N., & Suryadi, D. (2021). Uang Dan Moneter Islam Dalam Sistem Moneter Ganda Di Indonesia. *Jurnal Asy-Syukriyyah*, 22(2), 211–238. <https://doi.org/10.36769/asy.v22i2.169>
- Altavilla, C., Andreeva, D., Boucinha, M., & Holton, S. (2021). Monetary Policy, Credit Institutions and the Bank Lending Channel in the Euro Area. In *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3383470>
- Ascarya, A. (2012). Alur Transmisi Dan Efektifitas Kebijakan Moneter Ganda Di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 14(3), 283–315. <https://doi.org/10.21098/bemp.v14i3.360>

- Ascarya, A. (2014). Monetary Policy Transmission Mechanism Under Dual Financial System In Indonesia: Interest-Profit Channel. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 22(1), 1–32. <http://journals.iium.edu.my/enmjournal/index.php/enmj/article/view/254>.
- Ascarya, A. (2014). Monetary Policy Transmission Mechanism Under Dual Financial System In Indonesia: Interest-Profit Channel. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 22(1), 1–32. <http://journals.iium.edu.my/enmjournal/index.php/enmj/article/view/254>.
- Mukhtar, T., & Younas, M. Z. (2019). Monetary Policy Transmission Mechanism of Pakistan: Evidence from Bank Lending and Asset Price Channels. *Asian Journal of Economic Modelling*, 7(3), 121–139. <https://doi.org/10.18488/journal.8.2019.73.121.139>
- Ouchchikh, R. (2018). Monetary Policy Transmission Mechanism in a Small Open Economy under Fixed Exchange Rate: An SVAR Approach for Morocco. *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research (IJBESAR)*, 11(1), 42–51. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.25103/ijbesar.111.05>
- Syema, I. E. (2019). Channels of Monetary Policy Transmission in Indonesia: A VAR Model Analysis. *SSRN Electronic Journal*, January 2019, 0–19. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3286683>
- Zaelina, F. (2018). Mekanisme Kebijakan Transmisi Moneter Syariah. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IIJSE)*, 1(1), 19–30. <https://doi.org/https://doi.org/10.31538/iijs.v1i1.69>