

BAB I

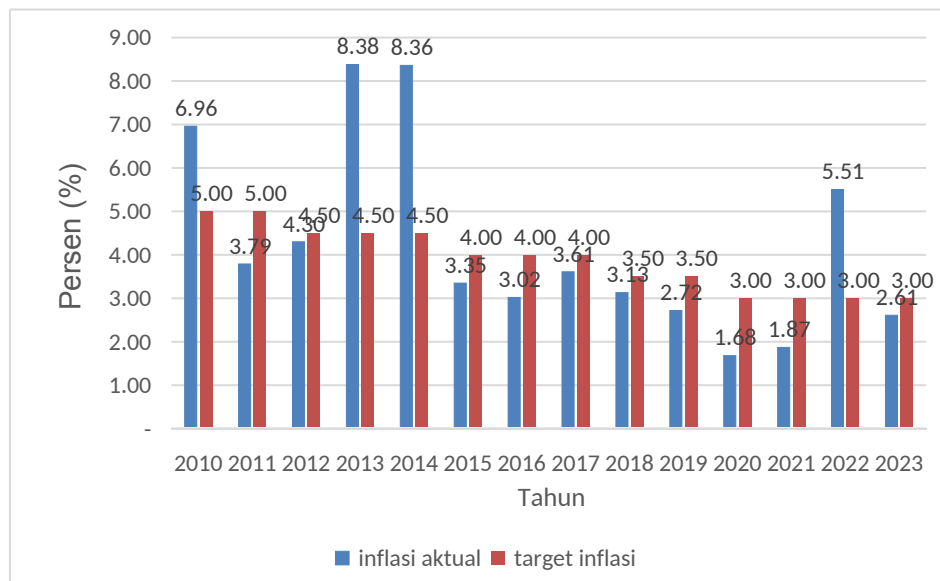
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Kebijakan moneter merupakan salah satu instrumen utama yang digunakan oleh pemerintah melalui bank sentral untuk mencapai tujuan-tujuan makro ekonomi (Susilowati & Wahyuningdyah, 2018). Tujuan perekonomian yang diinginkan tersebut adalah stabilitas ekonomi makro yang dicerminkan oleh stabilitas harga (rendahnya laju inflasi), perkembangan output riil (pertumbuhan ekonomi) yang stabil, serta kesempatan kerja yang tersedia (Juhro, 2020).

Tujuan utama dari kebijakan moneter yaitu kestabilan tingkat laju inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Kebijakan moneter digunakan oleh pemerintah sebagai pengendali inflasi, inflasi yang terkendali merupakan syarat penting untuk menciptakan lingkungan ekonomi yang stabil, dimana harga-harga barang dan jasa tidak mengalami kenaikan yang berlebihan dan tidak terduga (Putri, 2024). Inflasi yang tinggi dan tidak terkendali dapat merusak daya beli masyarakat, menurunkan tingkat kesejahteraan, dan pada akhirnya menghambat pertumbuhan ekonomi (Ningsih et al., 2024).

Tujuan akhir kebijakan moneter adalah mencapai dan menjaga tingkat inflasi yang rendah. Dengan target inflasi yang digunakan sebagai jangkar, perumusan kebijakan moneter diarahkan untuk mencapai sasaran inflasi yang sudah ditetapkan oleh bank sentral (Juhro, 2020). Bank Indonesia dalam melakukan kebijakan moneter mengarah pada *inflation targeting framework* untuk langkah antisipatif sehingga target inflasi dapat tercapai dan terkendali (Astuti & Hastuti, 2020).



Sumber: Bank Indonesia, 2023

Gambar 1. 1 Perkembangan Inflasi Aktual dan Target Inflasi Indonesia

Gambar 1.1 menunjukkan pada tahun 2010 inflasi tergolong tinggi pasca krisis, pada tahun 2011 dan 2012 memiliki tingkat inflasi aktual yang sangat baik sebesar 3,79% dan 4,30% dibawah target inflasi. Sedangkan pada tahun 2013 dan 2014 inflasi melambung tinggi dari target dan tahun sebelumnya yaitu sebesar 8,38% dan 8,36%, hal ini menunjukkan tingkat inflasi yang kurang baik dikarenakan angka inflasi ini jauh dari target tahun tersebut. Pada tahun 2015-2019 inflasi terkendali persentase ini sesuai dengan tercapainya inflasi dan penargetan Bank Indonesia hal ini berarti bahwa harga dari berbagai barang dan jasa pada tahun 2015-2019 cenderung terkendali. Sementara pada tahun 2020-2021 inflasi tergolong rendah dikarenakan adanya pandemi dan *lockdown* sehingga daya beli masyarakat menurun. Lalu pada tahun 2022 inflasi naik melebihi target yang ditetapkan, hal ini disebabkan oleh tekanan harga global, permasalahan *supply* pangan, kebijakan penyesuaian harga bahan bakar minyak

(BBM), dan karena terjadinya peningkatan permintaan masyarakat pasca pandemi.

Kondisi inflasi yang tidak stabil tersebut harus menjadi perhatian pemerintah sebagai pengendali kebijakan moneter melalui bank sentral. Oleh karena itu dibutuhkan adanya mekanisme transmisi kebijakan moneter beserta instrumen–instrumen yang digunakan. Pentingnya bagi bank sentral menentukan jalur transmisi sebagai landasan acuan *stance* kebijakan moneter, instrumen yang digunakan, waktu dan besaran respon dari *feedback* yang diharapkan (Warjiyo & Juhro, 2017).

Transmisi kebijakan moneter memberikan gambaran bahwa adanya interaksi yang saling berkaitan antara bank Indonesia sebagai otoritas moneter dengan perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang dibawah naungan otoritas jasa keuangan (Firmansyah, 2022). Secara spesifik, 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”*.

mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan proses yang kompleks, dan karenanya dalam teori ekonomi moneter sering disebut dengan *“black box”* (Mishkin, 1995). Transmisi kebijakan moneter ke pertumbuhan ekonomi dan inflasi telah lama diakui berlangsung dengan tenggat waktu yang lama dan bervariasi (Friedman & Schwartz, 2008). Hal ini disebabkan transmisi moneter banyak berkaitan dengan pola hubungan antara berbagai variabel ekonomi dan keuangan yang selalu berubah sejalan dengan perkembangan ekonomi negara bersangkutan. Mekanisme transmisi kebijakan moneter diliputi oleh ketidakpastian dan relatif sulit diprediksi (Blinder, 1998). Setiap perubahan

kebijakan bank sentral akan diikuti atau telah diantisipasi dengan perubahan perilaku perbankan, sektor keuangan dan para pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangannya.

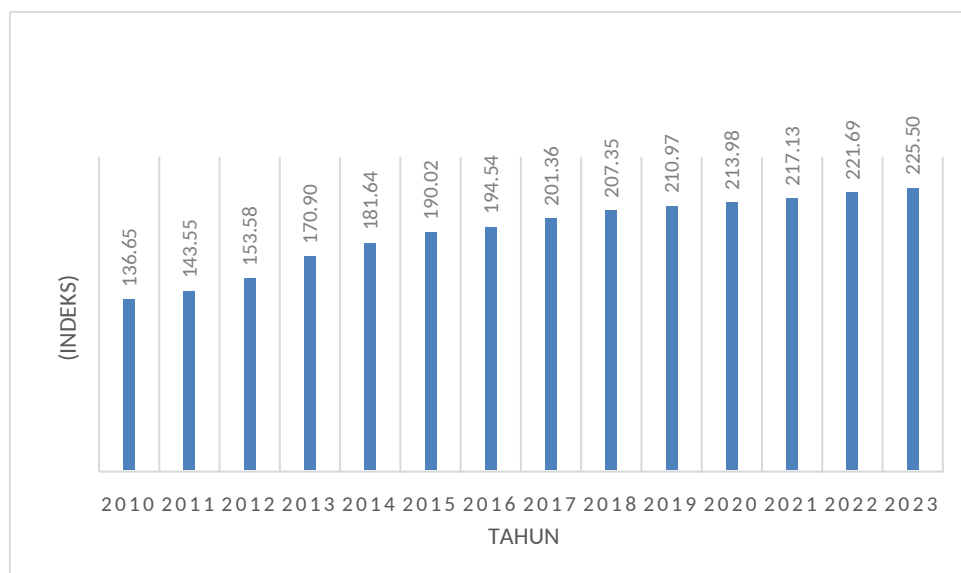
Isu mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter perlu mendapat perhatian mengingat mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan gambaran bagaimana kebijakan moneter diambil bank Indonesia dapat mempengaruhi aktivitas perekonomian dan keuangan yang pada akhirnya mencapai tujuan akhir yang telah dibuat sebelumnya. Warjiyo (2004) mengatakan mekanisme transmisi moneter dimulai dari bank Indonesia yang melaksanakan kebijakan moneter lewat instrumen moneter yang akan mempengaruhi aktivitas ekonomi dan keuangan lewat beberapa jalur transmisi, seperti suku bunga, nilai tukar, dan harga aset.

Jalur harga aset merupakan salah satu mekanisme transmisi kebijakan moneter yang penting di Indonesia. Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset dimulai ketika bank sentral mengubah suku bunga acuan (BI rate), perubahan suku bunga ini kemudian mempengaruhi harga-harga aset tersebut (Sarwono & Warjiyo, 1998). Tren investasi pada pasar saham berhasil menunjukkan peningkatan signifikan dalam beberapa tahun terakhir. Mengacu data bursa efek Indonesia (BEI) per oktober 2024, jumlah investor pasar modal Indonesia telah mencapai 14,2 juta *single investor identification* (SID), meningkat sekitar 16% dibandingkan dengan posisi per akhir tahun lalu sebesar 12,16 juta investor.

Kenaikan pesat investor di pasar modal terjadi terutama saat pandemi covid-19. Pada 2021, jumlah investor di pasar modal melonjak hampir dua kali lipat atau 92,99% secara tahunan. Peran pasar modal dalam mendorong

pertumbuhan ekonomi. Direktur Utama Bursa Efek Indonesia menyatakan bahwa pasar modal berperan penting dalam menciptakan pertumbuhan ekonomi yang inklusif dan berkelanjutan.

Selain harga saham penelitian ini juga menggunakan indeks harga properti residensial (IHPR) sebagai saluran harga aset sektor riil. Indeks harga properti residensial adalah indeks harga jual perumahan residensial, yang ditentukan dengan pembobotan harga jual rumah besar, menengah, dan kecil untuk 18 kota terpilih di Indonesia dan dianggap memadai untuk mengukur pertumbuhan properti dan industri *real estate* di Indonesia (Magdalena, 2015).



Sumber: Bank Indonesia

Gambar 1. 2 Perkembangan IHPR di Indonesia

Gambar 1.2 menunjukkan harga properti residensial yang mengalami peningkatan setiap tahunnya. Hal ini menunjukkan semakin bertambahnya permintaan akan properti baik digunakan sebagai hunian maupun untuk investasi. Besarnya tingkat bunga dapat mempengaruhi keputusan dalam membeli properti untuk konsumsi maupun investasi karena besarnya bunga berarti besar pula biaya modal yang harus dikeluarkan dan besarnya bunga juga menentukan tingkat pengembalian yang akan diperoleh (Utama, 2012).

Alasan digunakannya harga properti sebagai proksi dari transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset di sektor riil yaitu terkait dengan tujuan bank Indonesia dalam mencapai dan memelihara kestabilan ekonomi. Dalam aktivitas ekonomi, peran properti tidak hanya sebagai pembentuk inflasi harga aset, namun juga menjadi salah satu indikator dini yang mencerminkan pergerakan perekonomian. Hal ini disebabkan karena investasi di properti bersifat jangka panjang sehingga aktivitas yang dilakukan investor menjadi salah satu indikator dari pergerakan ekonomi (Utami & Andrian, 2022).

Namun, perkembangan yang berlebihan pada sektor properti dapat memberikan dampak negatif bagi perekonomian. Apabila terjadi peningkatan pada sektor properti yang melampaui kebutuhan, akan mengakibatkan terjadinya penurunan harga di sektor properti secara drastis melalui terjadinya *bubble burst* atau *bubble prices* (Tien et al., 2019). hal itu dikhawatirkan dapat menciptakan ketidakstabilan pada sistem keuangan yang pada akhirnya akan berdampak negatif pada perekonomian secara keseluruhan.

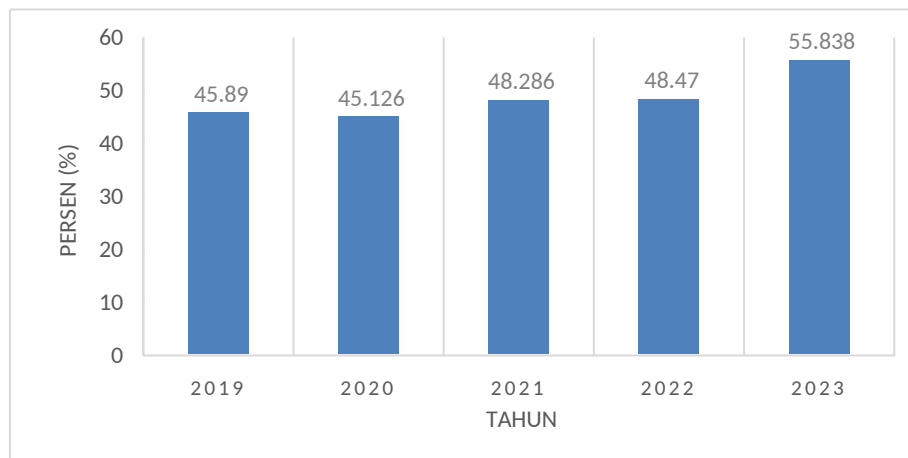
Penurunan harga aset baik itu sektor keuangan atau sektor riil akan berpengaruh terhadap pengeluaran investasi oleh perusahaan, biasanya disebabkan oleh suku bunga. Karena peningkatan suku bunga menyebabkan meningkatnya biaya modal yang harus dikeluarkan dalam bentuk produksi dan investasi, dimana sebagian dari investasi digunakan untuk kegiatan produksi oleh perusahaan. Menurunnya pengeluaran untuk konsumsi dan investasi akan mendorong penurunan permintaan agregat, output dan pada gilirannya akan berpengaruh terhadap investasi (Juhro, 2020).

Penelitian ini mengkhususkan dengan menggunakan mekanisme transmisi moneter jalur harga aset. Penelitian dengan menggunakan jalur harga aset masih

sangat sedikit dilakukan dibandingkan dengan saluran kredit, suku bunga, dan nilai tukar. Kebijakan moneter melalui jalur harga aset adalah suatu kebijakan moneter yang juga akan mempengaruhi perkembangan harga-harga aset, seperti harga aset finansial yaitu harga saham dan yield obligasi, maupun aset fisik khususnya harga properti dan harga emas (Sinaga & Sudirman, 2018).

Permasalahan mekanisme transmisi kebijakan moneter jalur harga aset di Indonesia adalah masih minimnya rasio kapitalisasi pasar modal di Indonesia seperti pasar saham, obligasi, dan properti, masih relatif dangkal dibandingkan negara ASEAN-5 dan India (Siregar & Serpina, 2019). Dan juga likuiditas yang rendah di beberapa segmen pasar aset dapat memperparah fluktuasi harga, sehingga sulit menginterpretasikan perubahan harga aset sebagai respon terhadap kebijakan moneter.

Sebagian besar studi menggunakan rasio *stock market capitalization* terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) sebagai ukuran untuk mengukur *stock market size* (Chen, 2018). Pada gambar 1.3 ditunjukkan perkembangan *stock market size* Indonesia sepanjang 5 tahun terakhir (2019-2023). Secara umum, pasar saham Indonesia tergolong *modestly undervalued* dengan mencatatkan level dibawah 0,50 atau 50% pada tahun 2019-2023 terhadap PDB. Sepanjang 5 tahun terakhir, rata-rata *stock market size* pasar saham Indonesia tercatat sebesar 0,48 atau 48,72%. Adapun, per tahun 2023, nilai kapitalisasi pasar saham Indonesia tercatat di level 0,55 atau 55,8%, level ini terpantau naik dibandingkan tahun sebelumnya.



Sumber: CEIC Data

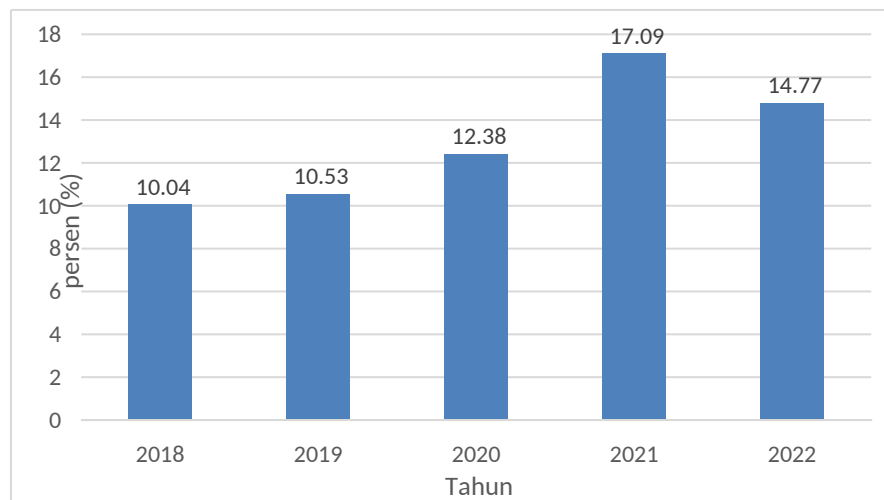
Gambar 1. 3 Perkembangan Stock Market Indonesia

Gambar 1.3 menunjukkan kondisi *stock market size* yang dapat diukur dari *stock market capitalization* terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) dan rasio kredit. Data menunjukkan bahwa meskipun pasar keuangan Indonesia masih relatif dangkal, meskipun nilai *stock market capitalization* terhadap PDB menunjukkan perbaikan yang konsisten. Namun, kondisi ini menunjukkan bahwa harga aset melalui pasar saham Indonesia memiliki peluang untuk berkembang dan mendukung transmisi kebijakan moneter.

Disamping itu, indikator *stock market liquidity* turut menjadi indikator yang cukup penting dalam melihat *stock market development* suatu negara. Secara teori, pasar saham yang likuid dapat meningkatkan alokasi modal dan mendorong pertumbuhan ekonomi secara jangka panjang. Studi yang dilakukan oleh Levine (1991) dan Bancivenga et al., (1996) menekankan bahwa likuiditas pasar saham memfasilitasi investasi dalam jangka panjang dengan keuntungan yang lebih tinggi yang melibatkan lebih banyak transaksi.

Indikator stock market liquidity umumnya diukur dengan menggunakan rasio total *equity traded value* terhadap PDB. Pada gambar 1.4 ditunjukkan bahwa dalam kurun waktu 5 tahun terakhir, likuiditas pasar saham Indonesia tergolong

low liquidity dengan mencatatkan level pada tahun 2022 yakni hanya 0,14 atau 14,77% nilai saham yang ditransaksikan relatif terhadap PDB. Adapun, jika dibandingkan dengan *peer countries* seperti negara-negara ASEAN-5 dan India, daya saing pasar saham Indonesia tergolong relatif masih rendah terutama baik secara *size* maupun likuiditas (Siregar & Serpina, 2023).



Sumber: The Global Economy

Gambar 1. 4 Indikator Likuiditas Pasar Modal

Minimnya *stock market size* dan likuiditas pasar saham di Indonesia juga dinilai kurang efisien dan efektif seperti gambaran di atas, dalam menentukan arah kebijakan moneter di Indonesia. Hal ini tergambar dalam beberapa hasil penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan mekanisme transmisi kebijakan moneter jalur harga aset, penelitian Vo dan Nguyen (2017), dengan studi kasus pada perekonomian Vietnam, Hasilnya menunjukkan bahwa inflasi bereaksi negatif terhadap harga aset, yang tampaknya tidak konsisten dengan teori transmisi moneter. Pada kasus perekonomian negara berkembang, seperti Zambia, penelitian Patrick dan Akanbi (2017) menjelaskan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset dapat dikatakan tidak penting dalam kasus perekonomian Zambia. Di sisi lain, pada kasus perekonomian Indonesia,

penelitian Arintoko (2021) menunjukkan bahwa harga aset memiliki pengaruh positif terhadap transmisi kebijakan moneter pada indikator inflasi di Indonesia.

Upaya untuk melihat efektifitas mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset di Indonesia dilatar belakangi oleh kondisi pasar keuangan Indonesia. Warjiyo dan Juhro (2016) menjelaskan bahwa seiring berkembangnya pasar keuangan suatu negara, peran saluran harga aset menjadi semakin penting. Karena ada pengaruh dari bank Indonesia sebagai pembuat kebijakan yang nanti akan berpengaruh terhadap saluran harga aset dan pada akhirnya akan menentukan sasaran akhir yang telah ditentukan.

Penelitian tentang efektivitas transmisi kebijakan moneter menggunakan jalur harga aset cukup relevan saat ini, sebagaimana diketahui bahwa pergerakan harga aset memuat beragam informasi tentang kondisi ekonomi dimasa mendatang, termasuk di dalamnya mencerminkan arah dari pergerakan inflasi. Hal ini dipengaruhi oleh beberapa variabel baik variabel dari variabel transmisi kebijakan moneter itu sendiri dan variabel jalur harga aset, untuk itu dilakukan penelitian tentang efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset di Indonesia untuk mengetahui pengaruh dari variabel tersebut.

Berdasarkan studi empiris yang telah diteliti mengenai transmisi kebijakan moneter jalur harga aset ditemukan oleh Rismayanti (2021) menyatakan jika harga aset akan dapat meningkatkan kekayaan rumah tangga walaupun efeknya masih terlalu kecil. Namun, harga aset diharapkan dapat membantu dalam menjaga kestabilan ekonomi secara aktif. Dalam Kurniawan dan Astuti (2023) mekanisme transmisi kebijakan moneter pada jalur harga aset sangat efektif diterapkan. Dalam variabel indeks harga saham gabungan (IHSG) menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap inflasi. Hal ini dapat dilihat dalam jalur harga aset

yang hanya membutuhkan waktu selama 1 bulan untuk merespon kebijakan moneter secara permanen. Sejalan dengan penelitian Astuti dan Hastuti (2020) berjudul “Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia” yang mengungkapkan bahwa kebijakan moneter melalui harga aset sudah efektif. dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa IHSG mempengaruhi inflasi secara signifikan.

Berbeda dengan penelitian Rifqa et al. (2022) menyatakan bahwa harga aset kurang efektif dalam transmisi kebijakan moneter. Dimana variabel Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap inflasi. Penelitian oleh Idris dalam Warjiyo (2017) mengenai saluran harga aset di Indonesia menyimpulkan kurang kuatnya bukti yang menunjukkan pentingnya harga saham dalam mentransmisikan kebijakan moneter di Indonesia ke sektor riil. Meskipun kebijakan moneter dapat mempengaruhi perkembangan harga saham dan besarnya portfolio aset finansial, pengaruh selanjutnya terhadap inflasi tidak terlalu besar. Dengan kata lain, perubahan harga belum mampu menunjukkan pengaruh kekayaan (wealth effect) dalam ekonomi. Selanjutnya studi yang dilakukan oleh Argi et al. (2022) menyimpulkan bahwa kurang kuatnya bukti yang mengatakan bahwa pentingnya jalur harga aset dalam transmisi kebijakan moneter.

Selanjutnya dalam variabel suku bunga, berdasarkan hasil studi empiris dari Tchereni et al. (2022) mengungkapkan adanya pengaruh signifikan diantara variabel suku bunga dan inflasi. Suku bunga digunakan sebagai instrumen dalam perbankan yang memiliki peranan untuk mengatur jumlah uang yang beredar didalam masyarakat. Hal tersebut diarahkan agar dapat merespon secara langsung berbagai perubahan yang ada dalam kebijakan moneter. Berbeda halnya dengan penelitian Putranto et al. (2023) mengungkapkan bahwa variabel suku

bunga kurang efektif dalam transmisi kebijakan moneter. Dimana variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap inflasi. Hal ini dikarenakan, perubahan suku bunga tidak selalu langsung mempengaruhi inflasi dalam jangka pendek. Pengaruh suku bunga terhadap inflasi bisa memerlukan waktu berbulan-bulan atau bahkan bertahun-tahun untuk tercermin dalam ekonomi, tergantung pada kebijakan tersebut mempengaruhi konsumsi, investasi, dan pinjaman.

Berdasarkan penelitian empiris terdahulu yang telah diuraikan, maka terdapat kesenjangan hasil penelitian, yaitu tidak efektifnya saluran harga aset terhadap sasaran akhir inflasi dan pengaruh variabel-variabel terhadap inflasi, oleh sebab itu penelitian ini mengembangkan beberapa hal untuk memberikan kontribusi pada penelitian terkait, sehingga penelitian sebelumnya dapat didukung oleh studi ini.

Pengembangan penelitian ini dan sekaligus menjadi pembaharuan penelitian meliputi periode data yang lebih baru dan tepat waktu yang lebih panjang, yaitu 2010Q1-2024Q3 dibandingkan data pada penelitian sebelumnya. Variabel suku bunga menggunakan BI7DRR/BI-Rate sebagai suku bunga acuan, dan memasukan dua indikator harga aset yaitu, indeks harga saham gabungan (IHSG) untuk sektor aset keuangan dan indeks harga perumahan residensial (IHPH) untuk sektor aset properti dan produk domestik bruto (PDB). sehingga variabel lebih spesifik untuk mengetahui efektifitas kebijakan moneter melalui jalur harga aset terhadap sasaran akhir inflasi. Dan menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM) dalam mengestimasi efektivitas kebijakan moneter terhadap inflasi melalui jalur harga aset. Berdasarkan pada isu, fenomena, permasalahan serta kesenjangan penelitian dari studi terdahulu, maka penulis memilih judul **“Efektivitas Kebijakan Moneter Jalur Harga Aset Terhadap**

Sasaran Akhir Inflasi Di Indonesia” dengan tujuan untuk mengetahui seberapa efektifnya kebijakan moneter jalur harga aset dengan melihat bagaimana respons inflasi terhadap perubahan (guncangan/*shock*) yang diberikan variabel-variabel terkait dan bagaimana kontribusi setiap variabel transmisi dalam menjelaskan sasaran akhir yang dituju, yakni stabilisasi harga-harga barang dan jasa yang pada penelitian ini digambarkan lewat tingkat inflasi.

1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah kebijakan moneter jalur harga aset memiliki efektivitas terhadap inflasi di Indonesia

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui efektivitas kebijakan moneter jalur harga aset terhadap inflasi di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis: Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai sumber pengetahuan dalam bidang ekonomi moneter mengenai efektivitas kebijakan moneter melalui jalur harga aset terhadap sasaran akhir inflasi di Indonesia.
2. Manfaat Praktis: Penelitian ini diharapkan dapat digunakan oleh pemerintah dan lembaga terkait dalam menentukan keputusan yang ada di dalam kebijakan moneter dan jalur harga aset untuk menentukan tujuan akhir inflasi.