

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang dan Masalah

Masalah uang adalah masalah yang tidak sederhana. Uang berkaitan erat dengan hampir seluruh aspek dalam perekonomian; itulah sebabnya proses kebijakan moneter sampai menyentuh kepada sektor riil menjadi masalah yang kompleks. Proses ini kemudian lazim disebut sebagai mekanisme transmisi kebijakan moneter. Mekanisme transmisi adalah saluran yang menghubungkan antara kebijakan moneter dengan perekonomian. Beberapa ekonom sepakat bahwa mekanisme transmisi merupakan proses antara yang menyebabkan perubahan pada GDP riil dan inflasi melalui mekanisme kebijakan moneter. Otoritas moneter dalam hal ini BI, melalui operasi pasar terbuka menggunakan instrumen tingkat suku bunga SBI untuk mempengaruhi permintaan uang dan pada akhirnya akan mempengaruhi permintaan agregat.

Mekanisme transmisi moneter dimulai sejak otoritas moneter atau bank sentral bertindak menggunakan instrumen moneter dalam implementasi kebijakan moneternya hingga terlihat pengaruhnya terhadap aktivitas perekonomian, langsung maupun secara bertahap. Dampak tindakan otoritas moneter terhadap aktivitas perekonomian ini terjadi melalui berbagai saluran, yakni: saluran uang atau langsung, saluran suku bunga, kredit, nilai tukar, harga asset dan saluran ekspektasi (Pohan, dalam Aam Slamet Rusydiana, 2009). Karena kepelikannya, dalam teori ekonomi moneter, mekanisme transmisi kebijakan moneter kerap disebut dengan *black box* (Bernanke 1999). Alasannya adalah karena transmisi moneter ini banyak dipengaruhi oleh tiga faktor berikut: (1) perubahan perilaku bank sentral, perbankan dan para pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangannya; (2) lamanya jeda waktu (*time lag*) sejak tindakan otoritas moneter hingga sasaran akhir tercapai; dan (3) terjadinya

perubahan pada saluran-saluran transmisi moneter itu sendiri sesuai dengan perkembangan ekonomi negara yang bersangkutan.

Sebagaimana diamanatkan oleh UU No.23/1999 tentang BI, tujuan BI (BI) adalah mencapai dan memelihara kestabilan nilai Rupiah. Dalam pelaksanaannya, kestabilan nilai Rupiah diterjemahkan dalam suatu tingkat inflasi yang rendah dan tidak berfluktuasi. Sehubungan dengan hal tersebut, dalam memformulasikan kebijakan moneter, BI memerlukan berbagai Informasi yang berkaitan baik dengan pembentukan proyeksi variabel-variabel ekonomi maupun dengan proses transmisi kebijakan moneter dalam mempengaruhi perkembangan sektor riil.

Lebih lanjut, dalam suatu kebijakan yang bersifat *forward-looking*, pengetahuan yang komprehensif pada saat ini tentang bagaimana kondisi suatu perekonomian di masa depan, akan sangat membantu dalam menentukan *stance* suatu kebijakan moneter. Ketersediaan berbagai informasi (*information variables*) tersebut akan melengkapi para pengambil keputusan dalam melakukan tugasnya. *Information variables* akan memberikan berbagai isu yang tidak dapat terekam dalam suatu model ekonometri yang mekanistik. Salah satu indikator dini yang umum digunakan untuk keperluan tersebut adalah harga aset, dimana pergerakannya menunjukkan ke arah mana perekonomian akan menuju. Disamping itu, pergerakan harga aset juga dapat menjelaskan mengenai bagaimana suatu kebijakan moneter ditransmisikan melalui perubahan harga aset yang terjadi dan pada gilirannya akan mempengaruhi pergerakan variabel-variabel sektor riil.

Berbagai teori ekonomi mengungkapkan bahwa transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset terjadi melalui perubahan pola investasi dan konsumsi masyarakat. Peningkatan investasi terjadi baik di sektor konstruksi sebagai respon dari adanya indikasi kelebihan permintaan di sektor tersebut, maupun di sektor lainnya sebagai akibat dari peningkatan

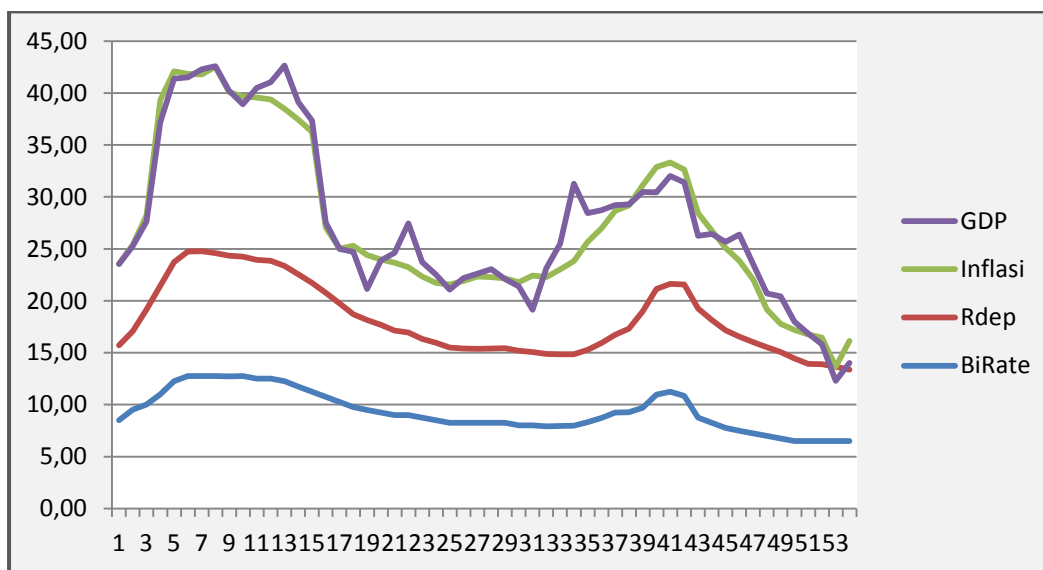
kemampuan perusahaan untuk memperoleh dana perbankan. Sementara itu, peningkatan konsumsi terjadi seiring dengan adanya peningkatan kesejahteraan masyarakat (*wealth effect*) sebagai akibat dari adanya anggapan bahwa peningkatan harga aset menyebabkan peningkatan kesejahteraan secara permanen. Selanjutnya perubahan tingkat investasi dan konsumsi masyarakat tersebut akan mempengaruhi tingkat harga.

Mengingat peran harga aset sebagai indikator yang penting dalam proses pengambilan kebijakan, BI berupaya untuk melakukan penyempurnaan terhadap komposit harga aset yang saat ini dimiliki. Salah satunya adalah dengan melakukan identifikasi jenis aset yang dapat mewakili kepemilikan aset masyarakat secara lebih tepat. Dengan demikian proses transmisi kebijakan moneter melalui perubahan harga aset pun dapat dipahami secara lebih mendalam. Saham (*stock*) dan obligasi merupakan beberapa instrumen pasar keuangan yang paling populer. Selain itu, emas menjadi salah satu aset alternatif yang saat ini marak diminati oleh masyarakat. Hal ini dikarenakan kinerja emas batangan seringkali dibandingkan dengan saham. Meski telah disepakati bahwa mereka pada dasarnya berbeda kelas aset. Emas dianggap oleh beberapa orang sebagai penyimpan nilai (tanpa pertumbuhan) sedangkan saham dianggap sebagai nilai pengembalian yaitu, pertumbuhan dari kenaikan harga riil diantisipasi ditambah dividen. Saham dan obligasi memiliki performa terbaik dalam iklim politik yang stabil dengan hak kepemilikan yang kuat dan sedikit kekacauan (Wikipedia, Ensiklopedia bebas, 2010).

Dalam melaksanakan kebijakan moneter, BI menganut sebuah kerangka kerja yang dinamakan *Inflation Targeting Framework* (ITF). Kerangka kerja ini diterapkan secara formal sejak Juli 2005, setelah sebelumnya menggunakan kebijakan moneter yang menerapkan uang primer (*base money*) sebagai sasaran kebijakan moneter. Secara operasional, *stance* kebijakan moneter dicerminkan oleh penetapan suku bunga kebijakan (*BI*

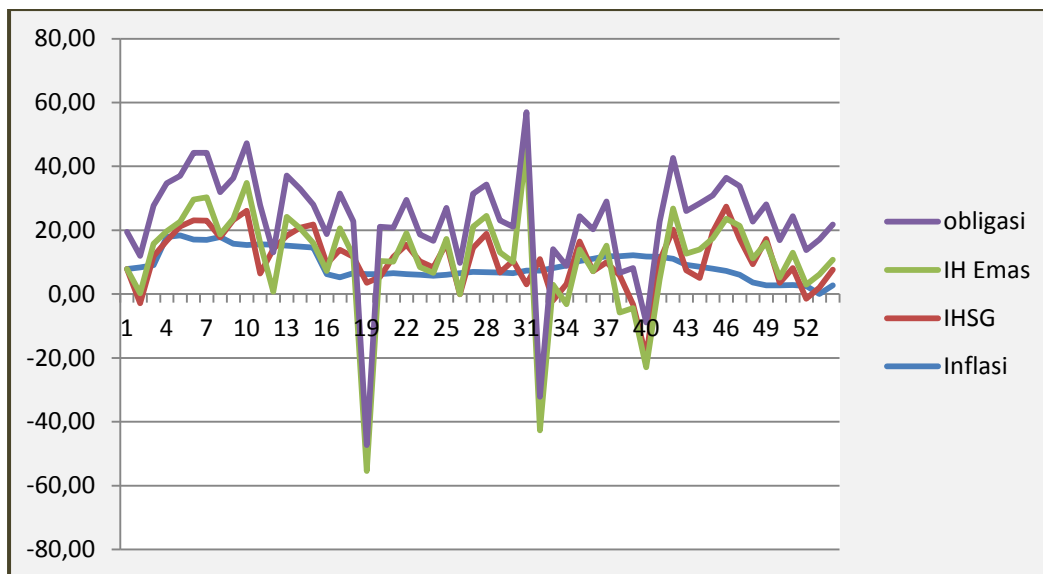
Rate) yang diharapkan akan memengaruhi suku bunga pasar uang, suku bunga deposito dan suku bunga kredit perbankan yang pada akhirnya akan memengaruhi output dan inflasi.

Gambar 1.1 Menunjukkan bagaimana pergerakan BI-Rate sebagai stance kebijakan moneter mempengaruhi suku bunga deposito, selanjutnya perubahan GDP riil dan inflasi selama pasca penerapan ITF untuk periode 2005:7 hingga 2009:12. Terlihat pergerakan yang cenderung searah meski pada periode tertentu perubahan GDP riil yang tidak searah dengan perubahan inflasi. Timbulnya lack dalam perubahan *Bi-Rate* sebagai *stance* kebijakan moneter terhadap suku bunga deposito, perubahan GDP riil dan inflasi tersebut menimbulkan pertanyaan seberapa besar saluran alternatif yang dalam hal ini adalah saluran harga aset berupa saham, obligasi dan emas dapat mempengaruhi perubahan GDP riil dan inflasi tersebut.



Sumber : Data Statistik Ekonomi Keuangan Bank Indonesia Beberapa Edisi

Gambar 1.1 Pergerakan Bi-Rate Terhadap Suku Bunga Deposito, Perubahan GDP dan Inflasi Di Indonesia selama Periode 2005:07-2009:12



Sumber : Data Statistik Ekonomi Keuangan Bank Indonesia Beberapa Edisi

Gambar 1.2 Perubahan IHS, Indeks Harga Emas dan Obligasi (IGSYC), Terhadap Inflasi Di Indonesia selama Periode 2005:07-2009:12

Gambar 1.2. memperlihatkan bagaimana pergerakan perubahan IHS, Indeks harga emas dan obligasi yang dicerminkan oleh IGSYC terhadap inflasi di Indonesia selama periode 2005:07 sampai 2009:12. Berbeda dengan obligasi dan emas, saham yang dicerminkan oleh indeks harga saham gabungan lebih stabil dibandingkan dengan keduanya, meski ketiganya memiliki kecenderungan pergerakan yang hampir sama. Perubahan indeks harga emas yang dikatakan memiliki efek *zero inflation* pun nampak memiliki kecenderungan yang hampir serupa.

Keberadaan alternative investasi yang dalam hal ini adalah berupa saham, obligasi dan emas menimbulkan kemungkinan perpindahan sejumlah dana investor terhadap sejumlah dana yang akan mereka investasikan. Mekanisme substitusi tersebut membuat terjadinya *lack* didalam kebijakan moneter. Kemungkinan lainnya adalah, bahwa hal itu dapat mereduksi dampak negatif terhadap keputusan investasi dan konsumsi mereka. Reduksi ini timbul sebagai akibat dari mekanisme perpindahan keputusan investasi terhadap bentuk aset yang membuat keseimbangan antara pertumbuhan di sektor moneter dan sektor riil yang diharapkan dapat menekan laju inflasi.

B. Perumusan Masalah

1. Bagaimanakah pengaruh kebijakan moneter saluran harga saham melalui investasi dan konsumsi terhadap inflasi di Indonesia periode 2005:07-2009:12.
2. Bagaimanakah pengaruh kebijakan moneter saluran obligasi melalui investasi dan konsumsi terhadap inflasi di Indonesia periode 2005:07-2009:12.
3. Bagaimanakah pengaruh kebijakan moneter saluran harga emas melalui investasi dan konsumsi terhadap inflasi di Indonesia periode 2005:07-2009:12.
4. Manakah yang lebih efektif antara saluran harga saham, obligasi dan emas mempengaruhi inflasi di Indonesia periode 2005:07-2009:12.

C. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan moneter saluran harga saham melalui investasi dan konsumsi terhadap inflasi di Indonesia periode 2005:07-2009:12.
2. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan moneter saluran obligasi melalui investasi dan konsumsi terhadap inflasi di Indonesia periode 2005:07-2009:12.
3. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan moneter saluran harga emas melalui investasi dan konsumsi terhadap inflasi di Indonesia periode 2005:07-2009:12.
4. Membandingkan efektifitas relatif antara saluran harga saham, obligasi dan emas mempengaruhi inflasi di Indonesia periode 2005:07-2009:12.

D. Kerangka Pemikiran

Tujuan akhir kebijakan moneter adalah menjaga dan memelihara kestabilan nilai rupiah yang salah satunya tercermin dari tingkat inflasi yang rendah dan stabil. Untuk mencapai tujuan itu BI menetapkan suku bunga kebijakan *BI-Rate* sebagai instrumen kebijakan utama untuk mempengaruhi aktivitas kegiatan perekonomian dengan tujuan akhir pencapaian inflasi. Namun saluran atau transmisi dari keputusan BI rate sampai dengan pencapaian sasaran inflasi tersebut sangat kompleks dan memerlukan waktu (*time lag*).

Mekanisme bekerjanya perubahan BI Rate sampai mempengaruhi inflasi tersebut sering disebut sebagai mekanisme transmisi kebijakan moneter. Mekanisme ini menggambarkan tindakan BI melalui perubahan-perubahan instrumen moneter dan target operasionalnya mempengaruhi berbagai variable ekonomi dan keuangan sebelum akhirnya berpengaruh ke tujuan akhir inflasi. Mekanisme tersebut terjadi melalui interaksi antara Bank Sentral, perbankan dan sektor keuangan, serta sektor riil. Perubahan BI Rate mempengaruhi inflasi melalui berbagai saluran, diantaranya saluran suku bunga, saluran kredit, saluran nilai tukar, saluran harga aset, dan saluran ekspektasi.

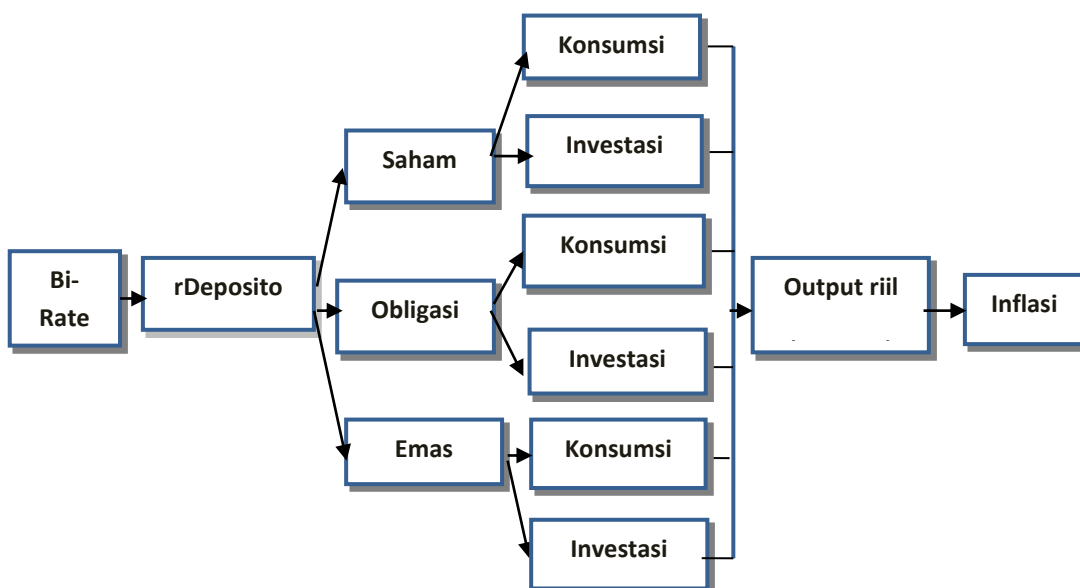
Pada saluran suku bunga, perubahan *BI-Rate* mempengaruhi suku bunga deposito dan suku bunga kredit perbankan. Kemudian perubahan suku bunga *BI-Rate* juga dapat mempengaruhi nilai tukar, mekanisme ini sering disebut saluran nilai tukar.

Perubahan suku bunga *BI Rate* mempengaruhi perekonomian makro melalui perubahan harga aset. Kenaikan suku bunga akan menurunkan harga aset seperti saham dan obligasi sehingga mengurangi kekayaan individu dan perusahaan yang pada gilirannya mengurangi kemampuan mereka untuk melakukan kegiatan ekonomi seperti konsumsi dan investasi.

Melalui saluran harga aset (*asset price channel*), perubahan harga aset, baik finansial seperti obligasi dan saham maupun fisik seperti properti dan emas, banyak dipengaruhi secara langsung oleh kebijakan moneter.

Transmisi ini terjadi karena penanaman dana oleh para investor dalam portofolio investasinya pada umumnya tidak saja berupa simpanan di bank dan instrumen lain di pasar uang, tetapi juga dalam bentuk obligasi, dan saham, serta aset fisik. Perubahan suku bunga dan nilai tukar akan berpengaruh pada volume transaksi dan harga obligasi, saham dan aset fisik tersebut. Selanjutnya, perubahan harga aset dimaksud pada gilirannya akan berdampak pada berbagai aktivitas di sektor riil, seperti permintaan terhadap konsumsi baik karena perubahan kekayaan yang dimiliki (*wealth effect*) maupun karena perubahan tingkat pendapatan yang dikonsumsi akibat perubahan hasil penanaman aset finansial dan fisik (*substitution and income effect*). Selain itu, pengaruh harga aset terhadap sektor riil juga terjadi pada permintaan investasi oleh dunia usaha. Ini berkaitan dengan perubahan harga aset tersebut yang memberi dampak terhadap biaya modal yang harus dikeluarkan dalam produksi dan investasi yang gilirannya akan mempengaruhi permintaan agregat, output dan inflasi.

Secara garis besar, transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset untuk studi kasus perbandingan harga saham, obligasi dan emas dapat diterjemahkan pada Gambar 1.3. Mula-mula BI menetapkan kebijakan moneter berupa tingkat suku bunga SBI yang akan diikuti oleh perubahan suku bunga deposito.



Gambar1.3. Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Jalur Harga Aset (saham, obligasi dan emas)

Sumber : Diadaptasi dari Situs Resmi BI: “ Transmisi Kebijakan Moneter”

Melalui saluran harga aset, perubahan pada suku bunga deposito direspons oleh harga aset, baik aset finansial yang dalam hal ini adalah saham dan obligasi serta aset dalam bentuk fisik seperti emas. Perubahan tersebut menyebabkan perubahan tingkat konsumsi dan investasi masyarakat serta output riil dan inflasi.

E. Hipotesis

Berdasarkan latar belakang masalah, tujuan, dan kerangka pemikiran diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

1. Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga saham:
 - a. Diduga *Bi_Rate* berpengaruh negatif terhadap inflasi.
 - b. Diduga suku bunga deposito berpengaruh negatif terhadap inflasi.
 - c. Diduga IHSG berpengaruh positif terhadap inflasi
 - d. Diduga investasi dan konsumsi berpengaruh positif terhadap inflasi
 - e. Diduga GDP berpengaruh positif terhadap inflasi.

2. Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran obligasi:
 - a. Diduga *Bi_Rate* berpengaruh negatif terhadap inflasi.
 - b. Diduga suku bunga deposito berpengaruh negatif terhadap inflasi.
 - c. Diduga Yield Obligasi berpengaruh negatif terhadap inflasi
 - d. Diduga investasi dan konsumsi berpengaruh positif terhadap inflasi
 - e. Diduga GDP berpengaruh positif terhadap inflasi.

3. Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga emas:
 - f. Diduga *Bi_Rate* berpengaruh negatif terhadap inflasi.
 - g. Diduga suku bunga deposito berpengaruh negatif terhadap inflasi.
 - h. Diduga Indeks harga emas berpengaruh positif terhadap inflasi
 - i. Diduga investasi dan konsumsi berpengaruh positif terhadap inflasi
 - j. Diduga GDP berpengaruh positif terhadap inflasi.