

DAMPAK KEBIJAKAN MONETER TERHADAP STABILITAS RUPIAH

Azhar Bafadal

azharbafadal@yahoo.com

Universitas Haluoleo, Kendari

ABSTRACT

This research aimed to study the impact of monetary policy on the rupiah stability. Variables used were the interest rate of Bank Indonesia Certificate (SBI), the rate of inflation (IHK), the exchange rate of rupiah against the US dollar (Kurs) and the money supply in the narrow sense (M1). Data used were of quarterly time series data of Bank Indonesia and Central Bureau of Statistic, covering 2002.1-2010.4. The analysis was undertaken by using a vector autoregression model (VAR), through the Impulse Response Function (IRF) and Forecast error variance decomposition (FEVD). The research results showed that in the sort run shocks of SBI decreased the inflation rate, and in the long run the inflation rate was constant. The exchange rate tended to be appreciated in the short run and long run although in a small magnitude. Money supply decreased with a minor fluctuation. Initially, the money supply shocks increased the interest rate of SBI, but decreased in the long run. The rate of inflation fluctuated in the sort run but it was constant in the long run. The exchange rate was depreciated both in the sort run and in the long run.

Keywords: Stability, Interest rates, Inflation, Exchange rate and Money supply.

PENDAHULUAN

Kebijakan moneter dengan tujuan stabilisasi nilai rupiah mulai diterapkan sejak tahun 2000. Tujuan tunggal kebijakan moneter Bank Indonesia (BI) tersebut terangkum dalam kerangka strategis pentargetan inflasi (*inflation targeting*). Pentargetan inflasi adalah sebuah kerangka kerja untuk kebijakan moneter yang ditandai dengan pengumuman kepada masyarakat tentang angka target inflasi dalam satu periode tertentu. Pentargetan inflasi secara eksplisit menyatakan bahwa tujuan akhir kebijakan moneter adalah mencapai dan menjaga tingkat inflasi yang rendah dan stabil. Upaya Pemerintah Indonesia dalam menjaga kestabilan mata uang telah menuju kearah yang lebih baik sejak masa kemerdekaan Indonesia. Hingga memasuki tahun 1990-an, keadaan perekonomian Negara Indonesia menunjukkan perkembangan yang luar biasa yang ditunjukkan dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi sebesar 7% pertahun sehingga Indonesia

termasuk salah satu negara yang bergelar “*Macan Asia*”. Pemerintahan Soeharto sebenarnya telah mampu menjaga tingkat inflasi dengan rata-rata di bawah 10% pertahunnya. Namun demikian, pada awal tahun 1997 di Indonesia terjadi krisis moneter yang dimulai dengan tingkat inflasi yang meningkat secara terus menerus menjadi 11,10% dan kemudian melompat menjadi 77,63% pada tahun 1998, serta melemahnya nilai mata uang rupiah terhadap US dollar (BI, 2002). Nilai tukar rupiah terhadap US dollar pada tahun 1993 sebesar Rp2.118 dan di tahun 1994 sebesar Rp2.205. Semenjak tahun 1995 nilai tukar rupiah terhadap US dollar terus mengalami depresiasi sebesar Rp2.305, pada tahun 1996 sebesar Rp2.385 dan pada tahun 1997 sebesar Rp5.700. Krisis ekonomi di Indonesia semakin parah bahkan di awal tahun 1998, nilai tukar rupiah mencapai angka hingga Rp15.000 per US dollar (BI, 2002).

Bersamaan dengan gejala krisis yang terjadi, kerangka kebijakan moneter BI juga mengalami suatu perubahan yang cukup signifikan dan fundamental. Perubahan ini terjadi seiring dengan perkembangan yang sangat cepat yang terjadi di pasar uang akibat serangkaian deregulasi dan semakin terintegrasinya perekonomian domestik dengan luar negeri. Hal tersebut juga ditandai oleh BI yang memproklamkan perubahan sistem nilai tukar dari sistem mengambang terkendali (*managed floating exchange rate*) menjadi sistem nilai tukar mengambang bebas (*free floating exchange rate*) pada tanggal 14 Agustus 1997. Dalam sistem nilai tukar mengambang bebas, nilai tukar dibiarkan bergerak sesuai dengan kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar. Sistem nilai tukar mengambang bebas memungkinkan terjadinya nilai tukar yang sangat fluktuatif sehingga dapat menambah ketidakpastian bagi dunia usaha. Upaya yang dapat dilakukan oleh BI adalah menjaga agar fluktuasinya tidak tinggi sehingga kenyataan ini menimbulkan pertanyaan sejauh mana tujuan BI seperti tertera pada Undang-Undang tentang BI dapat dicapai (Warjiyo, 2004).

Sebagai otoritas moneter, BI memerlukan strategi yang tepat dan sesuai dengan kondisi di Indonesia guna menjaga stabilitas rupiah. Secara umum, strategi moneter yang dapat dipilih adalah (i) kebijakan moneter longgar (*easy monetary policy*) dan (ii) kebijakan moneter ketat (*tight monetary policy*). Kebijakan moneter longgar akan ditempuh untuk menggiatkan kembali perekonomian yang sedang lesu, dengan cara mempermudah dan menambah jumlah uang beredar, agar permintaan konsumsi naik produksi naik. Namun demikian dalam perekonomian terbuka dan sistem devisa bebas, kebijakan moneter yang longgar dapat menimbulkan dampak seperti turunya devisa Negara (Warjiyo, 2004).

Sementara itu, kebijakan moneter ketat akan memberi dampak sebaliknya, terutama dalam rangka meredam kenaikan harga atau inflasi yang berlebihan. Tekanan terhadap neraca pembayaran berkurang karena produk dalam negeri kembali dapat bersaing meskipun dengan kebijakan ini akan berdampak pula pada menurunnya pertumbuhan ekonomi. Hal itu disebabkan karena jumlah uang yang beredar dikurangi sehingga permintaan juga berkurang.

Sebuah dilema memang akan terjadi, tatkala perekonomian Indonesia menghadapi dua kondisi yang bersamaan, yakni lesunya ekonomi dan tertekannya neraca pembayaran atau melemahnya daya saing produk lokal. Penerapan kebijakan moneter longgar memang akan menyelamatkan ekonomi yang lesu, namun hal tersebut akan dapat memperparah kondisi neraca pembayaran Indonesia. Sebaliknya, penerapan kebijakan moneter ketat akan menyelamatkan neraca pembayaran dan meningkatkan daya saing, namun demikian akan berdampak pada menurunnya atau lesunya perekonomian.

Tugas pokok BI saat ini menjadi lebih fokus karena memiliki sasaran tunggal. Namun, dalam pelaksanaannya tugas tersebut cukup berat mengingat kestabilan nilai rupiah tidak sepenuhnya dapat dikendalikan oleh BI. Bank Indonesia hanya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi tekanan inflasi dari sisi permintaan, sedang tekanan inflasi yang berasal dari sisi penawaran sepenuhnya berada diluar pengendalian BI. Demikian pula, dengan ditetapkannya sistem nilai tukar mengambang bebas maka nilai tukar rupiah akan sepenuhnya ditetapkan oleh kekuatan pasar. Adapun tujuan tunggal kebijakan moneter BI untuk menjaga stabilitas nilai rupiah terangkum dalam kerangka kerja penargetan inflasi (Arif dan Tohari, 2006). Dalam penerapan penargetan inflasi, kebijakan moneter dijalankan dengan menggunakan suku bunga sebagai sasaran operasionalnya.

Berdasarkan pemaparan di atas maka rumusan masalah penelitian adalah bagaimana hubungan antara suku bunga dan *money supply* terhadap inflasi dan nilai tukar, dan bagaimana respon dari variabel stabilitas rupiah (inflasi dan nilai tukar) terhadap *shocks* dari variabel suku bunga dan *money supply*, serta seberapa besar peran yang dimainkan masing-masing variabel terhadap *shocks* variabel tertentu dalam jangka pendek dan jangka panjang.

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis dampak kebijakan moneter (suku bunga dan *money supply*) terhadap stabilitas rupiah (inflasi dan nilai tukar) baik dalam jangka pendek maupun memproyeksikan berbagai bentuk perubahan yang mungkin terjadi pada setiap variabel moneter dalam jangka panjang akibat adanya *shock* dari setiap variabel moneter tersebut di masa yang akan datang.

TINJAUAN TEORETIS

Dalam melaksanakan kebijakan moneter, Bank Indonesia 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. Dengan kerangka ini, Bank Indonesia secara eksplisit mengumumkan sasaran inflasi kepada publik dan kebijakan moneter diarahkan untuk mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan oleh Pemerintah tersebut. Untuk mencapai sasaran inflasi, kebijakan moneter

dilakukan secara *forward looking*, artinya perubahan *stance* kebijakan moneter dilakukan melalui evaluasi apakah perkembangan inflasi ke depan masih sesuai dengan sasaran inflasi yang telah dicanangkan. Dalam kerangka kerja ini, kebijakan moneter juga ditandai oleh transparansi dan akuntabilitas kebijakan kepada publik.

Secara operasional, *stance* kebijakan moneter dicerminkan oleh penetapan suku bunga kebijakan (*BI Rate*) yang diharapkan akan mempengaruhi suku bunga pasar uang dan suku bunga deposito serta suku bunga kredit perbankan. Apabila diyakini bahwa *policy rule* seharusnya mencerminkan perilaku optimal, maka secara mendasar strategi pemilihan kerangka kebijakan moneter oleh bank sentral seharusnya diarahkan secara langsung pada penggunaan asumsi perilaku optimal dari agen-agen ekonomi (Juhro, 2008). Perubahan suku bunga ini pada akhirnya akan mempengaruhi *output* dan inflasi. Hal itu diperkuat oleh Bafadal (2005) yang menyatakan bahwa kontraksi moneter akan cenderung menurunkan output nasional; dan Arin dan Jolly (2005) yang menyatakan bahwa *shock* kontraksi moneter di Australia dan New Zealand menurunkan output walaupun respon tersebut bersifat temporer.

Hubungan antara tingkat suku bunga dengan inflasi dapat terlihat ketika terjadinya krisis ekonomi yang melanda bangsa Indonesia di tahun 1997, dimana krisis tersebut telah memberikan banyak dampak negatif bagi perekonomian dalam negeri, salah satunya dengan timbulnya inflasi yang sangat tinggi (*hyperinflation*). Inflasi tersebut disebabkan oleh banyaknya uang yang beredar di masyarakat yang kemudian memaksa Bank Indonesia untuk mengeluarkan berbagai kebijakan salah satunya dengan menaikkan tingkat suku bunga SBI. Kenaikan tingkat suku bunga ini diharapkan dapat memberikan daya tarik bagi masyarakat untuk menabung, sehingga jumlah uang yang beredar di masyarakat dapat ditekan. Hal ini didukung dengan pernyataan Irfing Fisher dalam teorinya Efek Fisher (*Fisher Effect Theory*) (Mankiw, 2000), dimana dalam teori ini dijelaskan bahwa tingkat bunga nominal memiliki hubungan yang positif terhadap perubahan tingkat inflasi, sehingga ekspektasi masyarakat terhadap inflasi di masa yang akan datang dapat dilihat dari perkembangan suku bunga nominal. Suku bunga nominal ini mencerminkan suku bunga riil ditambah ekspektasi inflasi. Dengan demikian, perkembangan suku bunga nominal dapat digunakan sebagai indikator ekspektasi masyarakat. Penggunaan suku bunga sebagai indikator ekspektasi inflasi sejalan dengan kebutuhan akan suatu instrumen yang secara efektif dapat menjelaskan fenomena pergerakan inflasi sebagai sasaran akhir bagi kebijakan moneter (Irawaty dan Liewelyn, 2002).

Tingkat inflasi juga mencerminkan adanya penurunan daya beli mata uang domestik. Penurunan daya beli mata uang tersebut akan diikuti dengan depresiasi mata uangnya dalam hal ini adalah melemahnya kurs domestik. Demikian pula sebaliknya, kenaikan daya beli mata uang domestik mencerminkan terjadinya apresiasi mata uang tersebut secara proporsional dalam pasar valuta asing. Hal ini didukung dengan pernyataan Gustav

Cassel dalam teorinya Paritas Daya Beli (*Purchasing Power Parity*), dimana dikatakan dalam teorinya tersebut bahwa kenaikan tingkat harga domestik dalam hal ini adalah inflasi akan mencerminkan adanya penurunan daya beli mata uang domestik (Mankiw, 2000). Penurunan daya beli mata uang tersebut akan diikuti dengan terdepresiasinya mata uang domestik atau melemahnya kurs domestik. Demikian pula sebaliknya, kenaikan daya beli mata uang domestik mencerminkan terjadinya apresiasi mata uang tersebut secara proporsional dalam pasar valuta asing. Selanjutnya, pengaruh nilai tukar terhadap inflasi dapat terjadi melalui dua jalur, yakni jalur pengaruh langsung (*direct pass-through effect*) dan pengaruh tidak langsung (*indirect pass-through effect*). Pengaruh langsung tersebut dapat terjadi karena melemahnya nilai tukar dalam negeri sehingga menyebabkan harga-harga barang yang diperdagangkan dalam mata uang domestik meningkat. Akibatnya, harga-harga mengalami peningkatan (inflasi) sehingga inflasi ini disebut dengan *imported inflation*. Secara tidak langsung, pengaruh nilai tukar terhadap inflasi dapat terjadi melalui *output gap* akibat adanya perubahan neraca perdagangan (Natsir, 2008).

Disisi lain, hubungan tingkat suku bunga dan nilai tukar telah digambarkan dalam teori Paritas Suku Bunga (*Interest Rate Parity Theory*) yang menyatakan bahwa perbedaan tingkat suku bunga pada pasar keuangan internasional mempunyai kecenderungan yang sama dengan *forward rate premium* atau *forward rate discount*. Teori Paritas Suku Bunga menekankan pada perbedaan antara *kurs forward* dan *kurs spot* yang tercermin dari perbedaan tingkat suku bunga antara dua negara (Mankiw, 2000). *Kurs forward* mata uang suatu negara yang mengandung premi ditentukan oleh perbedaan tingkat suku bunga antar negara, selain itu, pergerakan nilai tukar rupiah dipengaruhi oleh perkembangan bursa saham regional (Untoro dan Widodo, 2008).

Suku bunga dan *money supply* merupakan instrumen kebijakan moneter yang dipegang oleh Bank Indonesia. Kedua instrumen tersebut sering pula disebut sebagai sasaran atau target antara (*intermediate target*) bagi Bank Indonesia untuk meraih sasaran atau target akhir (*ultimate target*). Target akhir dari ekonomi adalah pertumbuhan ekonomi dan atau pengendalian inflasi. Dengan berbekal pada pemahaman di atas, maka dihipotesakan *shocks* suku bunga dan *money supply* memberikan pengaruh berarti terhadap fluktuasi rupiah, baik dalam konteks inflasi maupun gejolaknya terhadap mata uang asing khususnya terhadap US dollar.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data *time series* triwulanan 2002.1 – 2010.4 dari publikasi Bank Indonesia (BI) dan Badan Pusat Statistik (BPS). Data tersebut adalah:

1. Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), dinyatakan dalam %

2. Inflasi yang diukur dari perubahan indeks harga konsumen (IHK), dinyatakan dalam %
3. Nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS (KURS); dinyatakan dengan besaran rupiah terhadap satu dollar AS
4. Uang Beredar dalam arti sempit yakni uang kartal dan uang giral (M1), dinyatakan dengan milyar rupiah.

Alat Analisis

Penelitian ini menggunakan model *Vector Autoregression (VAR)* (Verbeek, 2000). Secara umum, VAR digunakan untuk menganalisis sistem variabel-variabel runtun waktu dan untuk menganalisis dampak dinamis dari faktor kejutan yang terdapat dalam sistem variabel tersebut. Analisis VAR dilakukan dengan mempertimbangkan beberapa variabel endogen secara bersama-sama dalam satu model. Masing-masing variabel endogen tersebut dijelaskan oleh nilainya di masa lampau (tenggat) dan nilai masa lalu dari semua variabel endogen lainnya dalam model yang dianalisis. Dewasa ini penggunaan model VAR telah meluas khususnya yang menelaah tentang fenomena makroekonomi. Beberapa penelitian yang menggunakan model VAR diantaranya adalah Siregar dan Ward (2001), Hadi (2003), dan Ingrid (2006).

Pemilihan model yang digunakan berdasarkan hasil pengujian stasioneritas data. Apabila semua data stasioner pada tingkat aras maka model yang dipilih adalah VAR pada tingkat aras. Namun, apabila data stasioner pada differensi pertama maka model yang dipilih adalah VAR pada differensi pertama. VAR pada differensi pertama ini sering disebut sebagai Difference of VAR (*DVAR*). Analisis VAR atau *DVAR* yang digunakan adalah *Impulse Response Function (IRF)* dan *Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)* (Verbeek, 2000). Analisis *IRF* dilakukan untuk mengetahui respon stabilitas rupiah (inflasi dan nilai tukar) terhadap kebijakan moneter, dalam hal ini diwakili *shocks* atas suku bunga SBI dan *Money Supply*. Analisis *FEVD* bertujuan untuk mengetahui peranan dari setiap variabel moneter dalam menjelaskan variabilitas dari variabel kebijakan moneter dan variabel stabilitas rupiah.

Model Analisis

Apabila data yang dianalisis merupakan data yang stasioner pada tingkat aras maka sistem persamaan VAR dalam penelitian ini dapat disusun sebagai berikut:

$$SBI_t = \sum_{j=1}^n SBI_{t-j} + \sum_{j=1}^n IHK_{t-j} + \sum_{j=1}^n \ln KURS_{t-j} + \sum_{j=1}^n \ln M1_{t-j} + e_{1t}$$

$$IHK_t = \sum_{j=1}^n IHK_{t-j} + \sum_{j=1}^n SBI_{t-j} + \sum_{j=1}^n \ln KURS_{t-j} + \sum_{j=1}^n \ln M1_{t-j} + e_{2t}$$

$$\ln KURS_t = \sum_{j=1}^n \ln KURS_{t-j} + \sum_{j=1}^n SBI_{t-j} + \sum_{j=1}^n IHK_{t-j} + \sum_{j=1}^n \ln M1_{t-j} + e_{3t}$$

$$\ln M1_t = \sum_{j=1}^n \ln M1_{t-j} + \sum_{j=1}^n SBI_{t-j} + \sum_{j=1}^n IHK_{t-j} + \sum_{j=1}^n \ln KURS_{t-j} + e_{5t}$$

Dengan demikian, jika data yang digunakan merupakan data yang stasioner pada tingkat aras (*level*) maka sistem persamaan adalah VAR.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Uji Stasioneritas Data

Hasil uji stasioner menunjukkan bahwa pada uji akar unit (*unit root test*) terhadap seluruh variabel moneter yang diteliti adalah stasioner pada *level*, hal ini dapat diketahui dari nilai ADF keempat variabel yang lebih besar dari *critical value* dalam pengujian (Tabel 1). Selanjutnya karena seluruh variabel stasioner pada *level* maka tidak perlu lagi dilakukan uji kointegrasi, sehingga berdasarkan uji stasioneritas yang telah dilakukan, model yang dipilih untuk dianalisis selanjutnya adalah model VAR. Pemilihan ini dilakukan karena seluruh variabel stasioner pada tingkat aras (*level*). Tahapan analisis selanjutnya akan menggunakan model VAR.

Tabel 1
Rangkuman Hasil Unit Root Test dengan Menggunakan Augmented Dickey Fuller (ADF)

No	Variabel	ADF statistic (<i>level</i>)
1	SBI	-2.715422*
2	IHK	-5.510157*
3	lnKURS	-2.854858*
5	lnM1	-3.893678*

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Penentuan Tenggat Optimal

Lag optimal merupakan jumlah *lag* yang memberikan pengaruh atau respon yang signifikan. Adapun hasil pencarian *lag* optimal dengan menggunakan beberapa kriteria informasi dapat dilihat pada Tabel 2. Hasil perhitungan *lag* optimal tersebut menunjukkan bahwa *lag* optimal yang direkomendasikan oleh tiga kriteria yaitu LR, PFE dan AIC mereferensikan *lag* 3 (tiga) sebagai *lag* optimal.

Tabel 2
Kriteria Seleksi dan Hasil Pencarian Lag Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-99.50049	NA	0.000387	6.333363	6.560107	6.409656
1	35.52865	220.9568	5.02E-07	-0.335070	1.025392*	0.122684*
2	65.51846	39.98642*	4.15E-07*	-0.637483*	1.856697	0.201733
3	87.84759	23.00577	6.67E-07	-0.475611	3.152286	0.745066

Sumber : Hasil Pengolahan Data

* indicates lag order selected by the criterion

LR : sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE : Final prediction error

AIC : Akaike information criterion

SC : Schwarz information criterion

HQ : Hannan-Quinn information criterion

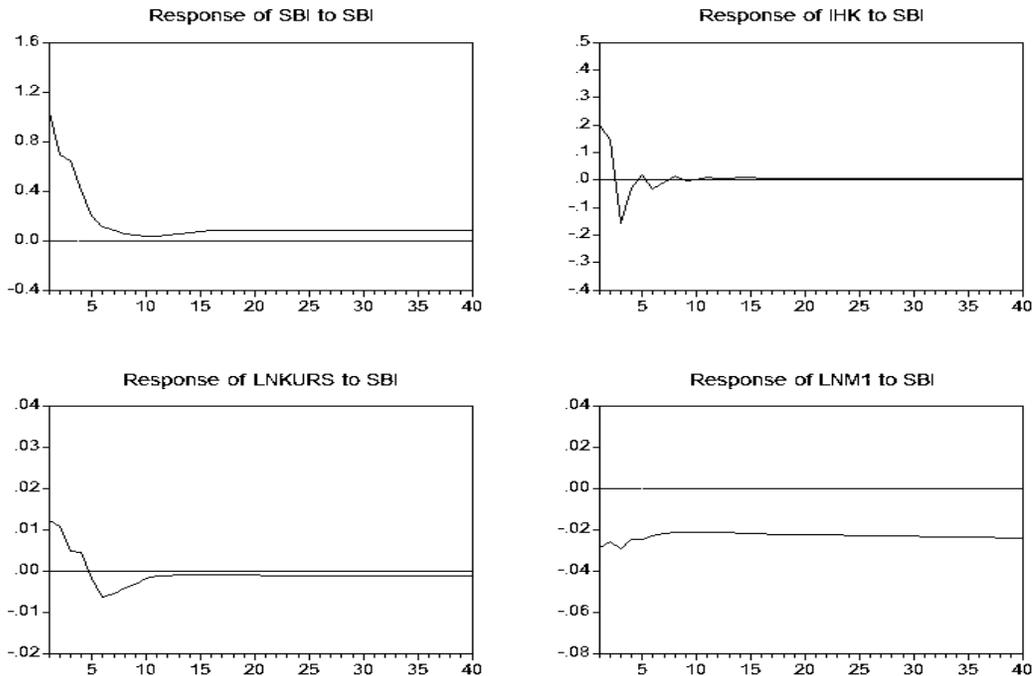
Shocks Kebijakan Moneter Terhadap Stabilitas Rupiah

Analisis *Impulse Response Function (IRF)* yang dilakukan menggunakan metode *Cholesky Decomposition* dengan 40 periode pengamatan atau sepuluh tahun ke depan. Penggunaan 40 periode pengamatan ini dianggap sudah cukup mewakili pengamatan analisis jangka pendek dan jangka panjang. Hasil *IRF* yang diperoleh ditampilkan dalam bentuk grafik. Penelitian ini akan menganalisis dampak *shock* perubahan tingkat suku bunga SBI dan *money supply* terhadap inflasi dan nilai tukar. Adapun *IRF* dari masing-masing variabel yang dimaksud ditunjukkan oleh Gambar 1 dan 2. Jika grafik *IRF* berada di atas titik 0 (nol) maka respon variabel yang dianalisis adalah positif atau mengalami peningkatan. Namun, jika grafik *IRF* berada di bawah titik 0 (nol) maka variabel yang dianalisis memberikan respon negatif atau mengalami penurunan. Selain itu, jika grafik *IRF* menunjukkan pergerakan yang makin mendekati titik keseimbangan atau tidak berfluktuasi berarti bahwa respon suatu variabel akibat suatu *shock* makin lama akan menghilang sehingga *shock* tersebut tidak meninggalkan pengaruh permanen terhadap variabel tersebut.

Grafik pada Gambar 1 menunjukkan *shock* peningkatan tingkat suku bunga SBI sebesar satu standar deviasi terhadap tingkat inflasi yang berfluktuasi di sekitar 0 (nol) dari triwulan pertama hingga ke-16. Selain itu, respon perubahan tingkat inflasi terhadap *shock* perubahan tingkat suku bunga SBI bernilai positif dan negatif secara bergantian pada rentang periode tersebut. Adanya *shock* peningkatan tingkat suku bunga SBI mengakibatkan peningkatan tingkat inflasi pada triwulan ke-3 sehingga mencapai titik terendahnya (-0,159614). Setelah itu, perubahan tingkat inflasi sempat meningkat pada triwulan ke-5 (0,016477) lalu mengalami penurunan kembali pada triwulan ke-6 (-0,095250). Setelah triwulan ke-6 tersebut, respon perubahan tingkat inflasi terus

meningkat hingga mencapai titik tertinggi pada triwulan ke-13 (-0,006643). Kemudian, pada triwulan ke-16 hingga triwulan ke-40 (0,006573) grafik *IRF* bergerak mendekati bahkan menyentuh titik 0 (nol). Secara umum dapat dinyatakan bahwa respon perubahan tingkat inflasi akibat *shock* perubahan tingkat suku bunga SBI hanya bersifat sementara pada jangka pendek. Namun, respon tersebut akan menghilang pada jangka panjang.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Gambar 1

Respon Suku Bunga, Inflasi, Kurs dan *Money Supply* terhadap *Shocks* Suku Bunga

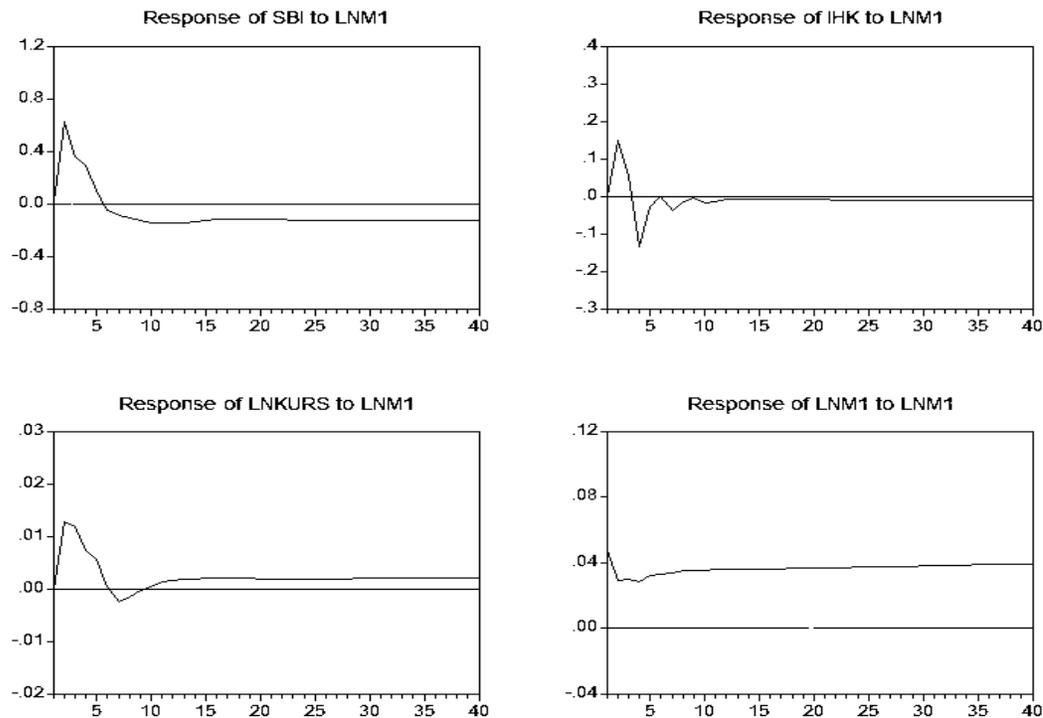
Variabel perubahan persentase nilai tukar memberikan respon yang tidak berbeda jauh dengan respon yang diperlihatkan oleh tingkat inflasi terhadap *shock* suku bunga SBI. Pada triwulan ke-6, perubahan persentase nilai tukar mencapai titik terendahnya (-0,006371). Respon tersebut bergerak lurus searah dengan garis 0 (nol) Setelah triwulan ke-11 hingga ke-40, respon perubahan persentase nilai tukar tersebut bergerak dekat pada titik 0 (nol) bahkan menyentuh titik 0 (nol) tersebut. Oleh karena itu, *shock* perubahan tingkat suku bunga SBI akan menghilang dan tidak permanen dalam menengah dan jangka panjang. Dapat dikatakan *shock* suku bunga akan membuat rupiah cenderung terapresiasi terhadap dollar AS. Sementara itu, respon variabel persentase perubahan jumlah uang beredar (M1) juga berfluktuasi terhadap *shock* tingkat suku bunga SBI, namun fluktuasinya bersifat negatif selama periode pengamatan. Fluktuasi tersebut terjadi

sejak triwulan ke-1 hingga triwulan ke-6 periode pengamatan. *Shock* perubahan tingkat suku bunga SBI mengakibatkan perubahan persentase M1 mencapai titik terendah pada triwulan ke-3 (-0,029484). Setelah triwulan ke-6, respon perubahan persentase M1 tidak berfluktuasi dan bergerak lurus secara negatif di sekitar titik 0 (nol) hingga triwulan ke-40. Peningkatan suku bunga SBI akan cenderung menurunkan *money supply*. Keadaan ini menunjukkan bahwa *shock* perubahan tingkat suku bunga SBI tidak meninggalkan dampak permanen terhadap perubahan persentase M1 tersebut. Pada sisi lain, peningkatan suku bunga memberikan imbas terhadap pelaku usaha sehingga mereka harus menanggung risiko dari perubahan kebijakan tersebut. Peningkatan suku bunga SBI akan menyebabkan naiknya risiko hampir di semua sektor usaha, hal itu terkait dengan pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap *balance sheet* dan kinerja perusahaan (Widodo dan Tarsidin, 2007).

Respon perubahan persentase nilai tingkat suku bunga SBI mengalami fluktuasi dalam jangka pendek terhadap *shock* yang diberikan oleh *money supply* (Gambar 2). Pada triwulan ke-2, perubahan persentase tingkat suku bunga SBI mencapai titik tertingginya (0,627788). Respon tersebut terus menurun hingga bergerak ke titik 0 (nol) dan bahkan terjadi penurunan suku bunga hingga periode ke-40. Jadi, peningkatan *money supply* dalam jangka panjang akan membuat suku bunga cenderung menurun. *Shock* perubahan tingkat M1 akan menghilang dan tidak permanen dalam jangka panjang. Respon perubahan persentase nilai tingkat inflasi yang diperlihatkan oleh grafik pada Gambar 2 mengalami fluktuasi dalam jangka pendek terhadap *shock* yang diberikan oleh *money supply*. Pada triwulan ke-2, perubahan persentase tingkat inflasi mencapai titik tertingginya (0,148744) dan titik terendahnya pada triwulan ke-4 (-0,136061). Respon tersebut kemudian meningkat hingga bergerak lurus di sekitar titik 0 (nol) sampai pada periode ke-40. Oleh karena itu, *shock* perubahan tingkat *money supply* akan menghilang dan tidak permanen dalam jangka panjang, dan tingkat inflasi cenderung konstan

Respon variabel perubahan persentase nilai tukar terhadap *shock money supply* memperlihatkan bahwa respon nilai tukar tersebut mengalami fluktuasi dan mencapai titik tertingginya pada triwulan ke-2 (0,012744) dan menurun hingga mencapai titik terendahnya pada triwulan ke-7 (-0,002552). Kemudian, pada triwulan ke-10 hingga ke-40 nilai tukar bergerak mendekati titik 0 (nol). Secara umum dapat dinyatakan bahwa respon perubahan nilai tukar akibat *shock* perubahan M1 hanya bersifat sementara pada jangka pendek dan membuat rupiah cenderung terdepresiasi. Namun, respon tersebut akan menghilang pada jangka menengah dan panjang. Hasil analisa di atas menunjukkan bahwa kebijakan moneter memberikan dampak berarti terhadap stabilitas rupiah, khususnya dalam jangka pendek. Hasil tersebut sejalan dengan pendapat Arif dan Tohari (2006) yang mengatakan bahwa kebijakan moneter merupakan salah satu kebijakan ekonomi makro yang memiliki peranan sangat signifikan dalam menjaga stabilitas perekonomian Indonesia. Hal itu dapat dilihat dari peranan kebijakan moneter dalam mendorong pertumbuhan ekonomi dan menjaga stabilitas harga.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Gambar 2
Respon Suku Bunga, Inflasi, Kurs dan *Money Supply* terhadap *Shocks Money Supply*

Faktor Penentu Variabel Kebijakan Moneter dan Stabilitas Rupiah

Untuk mengetahui besarnya peran setiap guncangan (*shocks*) dalam menjelaskan variabilitas variabel kebijakan moneter (suku bunga dan *money supply*) dan stabilitas rupiah (inflasi dan nilai tukar) dapat dianalisa dengan menggunakan dekomposisi ragam kesalahan peramalan (*forecast error variance decomposition* atau FEVD). Hasil analisis tersebut dapat dilihat pada Tabel 3 sampai dengan Tabel 6.

Variabilitas tingkat suku bunga SBI dalam jangka pendek dapat dijelaskan oleh *shock* suku bunga SBI itu sendiri sebesar 63,52% dan dalam jangka panjang sebesar 47,84% (Tabel 3). *Shocks money supply* dan tingkat inflasi memberikan kontribusi yang cukup tinggi dalam menjelaskan variabilitas suku bunga SBI masing-masing sebesar 23,90% dan 24,77%. Hal ini berarti bahwa relatif menurunnya tingkat inflasi dan terkontrolnya jumlah uang yang beredar dalam negeri diharapkan mampu memberikan peran penting dalam rangka penurunan tingkat suku bunga SBI sebagai respon positif pemulihan

perekonomian dalam negeri. Berdasarkan uraian tersebut, tampak bahwa *shock money supply* mempunyai kontribusi penting dalam menjelaskan variabilitas tingkat suku bunga SBI. *Shock* M1 sebesar 28,91% menyebabkan perubahan tingkat suku bunga SBI sebesar 62,78% dalam jangka pendek dan 13,29% dalam jangka panjang.

Shock berikutnya yang mempunyai peran besar terhadap kinerja suku bunga SBI adalah *shock* inflasi. *Shock* inflasi ini berkaitan erat dengan pengambilan kebijakan oleh otoritas moneter di Indonesia. *Shock* inflasi sebesar satu standar deviasi (0,49%) menyebabkan perubahan pada tingkat suku bunga SBI sebesar 69,68% dalam jangka pendek dan 6,06% dalam jangka panjang. Penurunan tingkat suku bunga SBI ini berkaitan erat dengan turunnya tingkat inflasi dan stabilnya tingkat harga dalam negeri, sehingga Bank Indonesia cenderung melakukan ekspansi moneter yang diharapkan dapat merangsang pertumbuhan ekonomi di Indonesia ke arah yang lebih baik. Secara umum dapat dikatakan bahwa dalam jangka pendek guncangan inflasi memberi peran berarti dalam menjelaskan variabilitas suku bunga SBI, dan dalam jangka panjang variabilitas suku bunga SBI selain dapat dijelaskan dengan baik oleh guncangan inflasi juga oleh guncangan *money supply*.

Tabel 3
Peran Berbagai *Shocks* terhadap Variabilitas Suku Bunga SBI

Period	SBI	INFLASI	LNKURS	LNMI
2	63.52000	20.01702	0.214794	16.24818
4	55.54729	28.13892	0.452736	15.86105
6	54.55430	27.20492	2.732720	15.50806
8	53.39554	26.90192	4.092626	15.60992
10	52.74045	26.81898	4.119969	16.32060
12	52.05888	26.75354	4.068730	17.11885
14	51.54431	26.63640	4.024043	17.79524
16	51.21020	26.48168	3.981394	18.32673
18	50.93869	26.32283	3.938488	18.79999
20	50.66882	26.16985	3.896209	19.26512
22	50.38918	26.02251	3.854417	19.73389
24	50.10116	25.87872	3.812535	20.20759
26	49.80970	25.73702	3.770610	20.68267
28	49.51950	25.59638	3.728865	21.15525
30	49.23243	25.45649	3.687431	21.62365
32	48.94854	25.31748	3.646353	22.08763
34	48.66741	25.17950	3.605631	22.54745
36	48.38872	25.04264	3.565255	23.00338
38	48.11228	24.90693	3.525214	23.45557
40	47.83807	24.77237	3.485503	23.90405

Variabilitas *money supply* dalam jangka pendek dapat dijelaskan oleh *shock money supply* itu sendiri sebesar 58,74% dan dalam jangka panjang sebesar 61,83%. *Shock* suku bunga SBI dan tingkat inflasi memberikan kontribusi yang cukup tinggi dalam menjelaskan variabilitas *money supply* dalam jangka panjang masing-masing sebesar 25,21% dan 12,73% (Tabel 4). Hal ini semakin meyakinkan bahwa terjaganya tingkat suku bunga SBI yang ditetapkan oleh Bank Indonesia, ternyata sangat efektif dalam meredam laju inflasi dalam negeri dan menekan laju peredaran uang di Indonesia.

Berdasarkan uraian di atas tampak bahwa *shocks* suku bunga SBI mempunyai kontribusi penting dalam menjelaskan variabilitas *money supply*. *Shocks* suku bunga SBI sebesar satu standar deviasi (68,79%) menyebabkan *money supply* menurun sebesar 2,59 % dalam jangka pendek dan 2,42% dalam jangka panjang. *Shocks* berikutnya yang mempunyai peran besar terhadap kinerja *money supply* adalah *shocks* tingkat inflasi. *Shock* inflasi sebesar satu standar deviasi (55,23%) menyebabkan *money supply* meningkat sebesar 2,52% dalam jangka pendek dan 1,78% dalam jangka panjang.

Tabel 4
Peran Berbagai *Shocks* terhadap Variabilitas *Money Supply*

Period	SBI	INFLASI	LNKURS	LNMI
2	27.62843	12.75993	2.427694	57.18394
4	33.61428	10.64572	1.570811	54.16918
6	33.14902	10.31594	1.233589	55.30145
8	31.14105	10.99983	1.029676	56.82945
10	29.59444	11.51763	0.854316	58.03361
12	28.49934	11.83307	0.717554	58.95003
14	27.75750	12.04731	0.616837	59.57835
16	27.25458	12.18408	0.541069	60.02027
18	26.88579	12.28063	0.482324	60.35125
20	26.59293	12.35807	0.435439	60.61356
22	26.34913	12.42334	0.397013	60.83052
24	26.14207	12.47928	0.364833	61.01382
26	25.96461	12.52738	0.337454	61.17056
28	25.81154	12.56888	0.313879	61.30571
30	25.67860	12.60488	0.293380	61.42314
32	25.56219	12.63637	0.275401	61.52603
34	25.45939	12.66417	0.259510	61.61693
36	25.36790	12.68891	0.245363	61.69782
38	25.28594	12.71107	0.232691	61.77030
40	25.21208	12.73105	0.221273	61.83560

Variabilitas tingkat inflasi dalam jangka pendek dapat dijelaskan oleh *shock* inflasi itu sendiri sebesar 88,44% dan dalam jangka panjang sebesar 68,70% (Tabel 5). *Shocks* suku bunga SBI dan *money supply* memberikan kontribusi yang cukup tinggi dalam menjelaskan variabilitas tingkat inflasi masing-masing sebesar 19,53% dan 10,61%. Hal ini berarti bahwa kebijakan moneter kontraktif yang cenderung dilakukan oleh Bank Indonesia dengan menaikkan tingkat suku bunga SBI, ternyata efektif dalam meredam laju inflasi dalam negeri. Adanya peningkatan jumlah uang yang beredar juga cukup memberikan kontribusi pada pembentukan tingkat inflasi.

Tabel 5
Peran Berbagai *Shocks* terhadap Variabilitas Inflasi

Period	SBI	INFLASI	LNKURS	LNMI
2	15.79386	78.40404	0.117008	5.685089
4	19.78098	70.12655	0.282845	9.809624
6	19.54030	69.75724	1.017821	9.684643
8	19.49093	69.41230	1.093919	10.00284
10	19.45823	69.31718	1.160816	10.06378
12	19.46316	69.26234	1.163551	10.11095
14	19.47727	69.21981	1.162981	10.13994
16	19.48845	69.18607	1.162443	10.16304
18	19.49436	69.14858	1.162045	10.19501
20	19.49725	69.11137	1.161470	10.22991
22	19.49976	69.07342	1.160728	10.26609
24	19.50222	69.03455	1.159932	10.30330
26	19.50503	68.99523	1.159127	10.34061
28	19.50816	68.95540	1.158317	10.37812
30	19.51143	68.91508	1.157501	10.41598
32	19.51474	68.87426	1.156678	10.45432
34	19.51808	68.83290	1.155844	10.49317
36	19.52144	68.79101	1.154999	10.53255
38	19.52483	68.74856	1.154143	10.57247
40	19.52826	68.70556	1.153275	10.61290

Berdasarkan uraian di atas tampak bahwa *shocks* suku bunga SBI mempunyai kontribusi penting dalam menjelaskan variabilitas tingkat inflasi. *Shocks* suku bunga SBI sebesar satu standar deviasi (68,79%) menyebabkan tingkat inflasi menurun sebesar 14,69% dalam jangka pendek dan 0,66% dalam jangka panjang.

Penurunan tingkat inflasi ini diikuti dengan terapresiasinya rupiah sebesar 1,1% dalam jangka pendek dan 0,4% dalam jangka panjang. *Shocks* berikutnya yang mempunyai

peran besar terhadap kinerja tingkat inflasi adalah *shocks money supply*. *Shocks money supply* ini berkaitan erat dengan tingkat inflasi dalam negeri. *Shocks money supply* sebesar satu standar deviasi (2,89%) menyebabkan tingkat inflasi meningkat sebesar 14,87% dalam jangka pendek dan 1,06% dalam jangka panjang.

Variabilitas kurs dalam jangka pendek dapat dijelaskan oleh *shocks* kurs itu sendiri sebesar 83,40% dan dalam jangka panjang sebesar 72,98% (Tabel 6). *Shocks* suku bunga SBI, *money supply* dan inflasi memberikan kontribusi namun peranannya kecil dalam menjelaskan variabilitas kurs dalam jangka panjang masing-masing sebesar 8,60%, 9,59% dan 8,81%. Hal ini berarti bahwa peningkatan jumlah uang beredar dan turunnya tingkat inflasi dalam negeri memberikan kontribusi yang kecil pada fluktuasi kurs di dalam negeri. Perubahan kurs lebih dipengaruhi oleh kurs itu sendiri baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Tabel 6
Peran Berbagai *Shocks* terhadap Variabilitas Kurs

Period	SBI	INFLASI	LNKURS	LNMI
2	6.783245	5.615647	83.40398	4.197129
4	6.306918	8.046225	78.37864	7.268215
6	7.069920	8.251259	76.89354	7.785284
8	7.877407	8.604508	75.68376	7.834327
10	8.121545	8.643592	75.42511	7.809757
12	8.164672	8.651233	75.30652	7.877573
14	8.186394	8.669431	75.16057	7.983610
16	8.200766	8.686920	74.99401	8.118300
18	8.219337	8.704763	74.82206	8.253841
20	8.248450	8.716620	74.65692	8.378009
22	8.282953	8.725167	74.49621	8.495667
24	8.318656	8.733648	74.33544	8.612258
26	8.354261	8.742601	74.17294	8.730199
28	8.389522	8.751982	74.00846	8.850040
30	8.424673	8.761693	73.84193	8.971700
32	8.460022	8.771580	73.67354	9.094862
34	8.495742	8.781549	73.50343	9.219276
36	8.531873	8.791583	73.33168	9.344865
38	8.568398	8.801696	73.15827	9.471639
40	8.605296	8.811900	72.98318	9.599626

SIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN

Simpulan

Dari hasil analisis yang diperoleh, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. *Shocks* SBI dalam jangka pendek akan mengakibatkan penurunan inflasi dan dalam jangka panjang cenderung tingkat inflasi konstan. Kurs rupiah terhadap dollar AS cenderung terapresiasi dalam jangka pendek dan jangka panjang walaupun dengan perubahan yang tidak besar. *Money supply* akan mengalami penurunan dengan fluktuasi yang sangat kecil.
2. *Shocks money supply* akan membuat suku bunga SBI mula-mula meningkat dan dalam jangka panjang mengalami penurunan. Tingkat inflasi berfluktuasi dalam jangka pendek dan dalam jangka panjang cenderung konstan. Nilai tukar cenderung terdepresiasi dalam jangka pendek dan jangka panjang.
3. *Shocks* inflasi dan *money supply* dalam jangka pendek dan jangka panjang memberikan peran dalam menjelaskan variabilitas suku bunga SBI. Dalam jangka pendek, peranan inflasi 20,01% dan peranan *money supply* 16,25%, dan dalam jangka panjang masing-masing peranannya 24,77% dan 23,90%. Hal ini menunjukkan bahwa relatif menurunnya tingkat inflasi dan terkontrolnya jumlah uang yang beredar dalam negeri diharapkan mampu memberikan peran penting dalam rangka penurunan tingkat suku bunga SBI sebagai respon positif pemulihan perekonomian dalam negeri.
4. *Shocks* suku bunga SBI dan inflasi memberikan kontribusi yang cukup tinggi dalam menjelaskan variabilitas *money supply* masing-masing sebesar 25,21% dan 12,73%.
5. *Shocks* suku bunga SBI dan *money supply* memberikan cukup peranan dalam menjelaskan variabilitas inflasi, dimana dari waktu ke waktu di masa mendatang peranannya semakin besar, dan dalam jangka panjang memberikan kontribusi masing-masing pada kisaran 19% dan 10%. Hal ini berarti bahwa kebijakan moneter kontraktif yang cenderung dilakukan oleh Bank Indonesia dengan menaikkan tingkat suku bunga SBI, ternyata efektif dalam meredam laju inflasi dalam negeri. Adanya peningkatan jumlah uang yang beredar M1 juga cukup memberikan kontribusi pada pembentukan tingkat inflasi dalam negeri.
6. Variabilitas kurs dapat dikatakan lebih banyak ditentukan oleh *shocks* kurs itu sendiri baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. *Shocks* variabel lainnya memberikan peranan yang hampir sama dengan nilai yang kecil, yaitu pada kisaran 8% sampai dengan 9%. Hal ini berarti meningkatnya jumlah uang beredar dan turunnya tingkat inflasi dalam negeri memberikan kontribusi yang sangat kecil pada fluktuasi kurs di dalam negeri.

Saran

Berdasarkan simpulan di atas maka saran yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut:

1. Mengingat peranan masing-masing suku bunga SBI dan *money supply* satu sama lain cukup besar maka kebijakan dalam menetapkan suku bunga SBI perlu memperhatikan dengan baik kondisi *money supply*, dan demikian sebaliknya.
2. Variabel moneter yakni tingkat inflasi dan suku bunga SBI tidak mampu memainkan peran yang berarti terhadap perubahan nilai tukar rupiah terhadap US dollar. Oleh karena itu, upaya membuat nilai tukar lebih stabil tidak dapat dibebankan kepada otoritas moneter saja, tetapi harus mendapat perhatian dari berbagai pihak dan adanya sinergi yang baik antar lembaga sehingga hasil akhir dari kebijakan yang diambil dapat lebih berguna di dalam mengatasi fluktuasi rupiah.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan dimana tidak melakukan analisa kelembagaan dalam kaitannya dengan kebijakan moneter. Sebagaimana diketahui bahwa aspek kelembagaan erat kaitannya dengan efektifitas suatu kebijakan yang diambil. Selain itu, kebijakan moneter biasanya hanya cukup ampuh mengatasi permasalahan temporer dan bersifat jangka pendek sehingga faktor kelembagaan menjadi relevan untuk dikedepankan sebagai komplemen dari analisa ekonometrika time series yang dilakukan.

DAFTAR PUSTAKA

- Arin, K.P., dan S.A. Jolly. 2005. Trans-Tasman Transmission of Monetary Shocks: Evidence from a Var Approach. *Atlantic Economic Journal*. 33: 267-283.
- Arif, M.M., dan A. Tohari. 2006. Peranan Kebijakan Moneter Dalam Menjaga Stabilitas Perekonomian Indonesia Sebagai Respon Terhadap Fluktuasi Perekonomian Dunia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Oktober 2006: 145-175.
- Bafadal, A. 2005. *Dampak Defisit dan Utang Pemerintah Terhadap Stabilitas Makroekonomi*. Disertasi Program Doktor, Institut Pertanian Bogor. Bogor.
- BI. 2002. *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia*. Bank Indonesia. Jakarta.
- Hadi, Y.S. 2003. Analisis Vector Auto Regression (VAR) Terhadap Korelasi Antara Pendapatan Nasional dan Investasi Pemerintah di Indonesia, 1983/1984-1999/2000. *Jurnal Keuangan dan Moneter*. 6 (2):107-121.
- Inggrid. 2006. Sektor Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia: Pendekatan Kausalitas dalam Multivariate Vector Error Correction Model (VECM). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. 8 (1): 40-50.

- Irawati, N dan R. Liewelyn. 2002. Analisa Pergerakan Suku Bunga dan Laju Ekspektasi Inflasi Untuk Menentukan Kebijakan Moneter di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. 4 (2): 98-107.
- Juhro, S.M. 2008. Respon Kebijakan Moneter yang Optimal di Indonesia: The State-Contingent Rule. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. April 2008: (303-336).
- Mankiw, N.G. 2000. *Macroeconomics*. Worth Publishers, New York.
- Natsir, M. 2008. *Studi Efektifitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia Melalui Jalur Suku Bunga dan Jalur Nilai Tukar serta Jalur Ekspektasi Inflasi Periode 1990:2 – 2007:1*. Disertasi Program Pascasarjana Universitas Airlangga. Surabaya.
- Siregar, H. dan B.D. Ward. 2001. Long Run Money Demand, Long Run Spending Balance and Macroeconomic Fluctuations: Application of a Cointegration SVAR Model to the Indonesian Macroeconomy. *Journal Economy Internazionale/ International Economics*. Genova, 54 (3): 401-424.
- Untoro dan P.R. Widodo. 2008. Mengkaji Perubahan Nilai Tukar Rupiah dan Pasar Saham. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. April 2008: 337-359.
- Warjiyo, P. 2004. *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia*. Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK). Bank Indonesia. Jakarta.
- Widodo, P.R., dan Tarsidin. 2007. Pengaruh Ekonomi Makro Terhadap Risiko Sektoral di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Oktober 2007:91-122.
- Verbeek, M. 2000. *A Guide to Modern Econometrics*. John Willey & Sons, Inc. New York.