

**ANALISIS EFEKTIVITAS TRANSMISI KEBIJAKAN
MONETER MELALUI *INTEREST RATE CHANNEL* DAN
ASSET PRICE CHANNEL DI INDONESIA PADA MASA
*INFLATION TARGETING FRAMEWORK (ITF)***

JURNAL ILMIAH

Disusun Oleh:

Fadhilil Husnansyah

115020400111033



PROGRAM STUDI KEUANGAN DAN PERBANKAN

JURUSAN ILMU EKONOMI

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

MALANG

2016

LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan judul :

**ANALISIS EFEKTIVITAS TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER MELALUI
INTEREST RATE CHANNEL DAN ASSET PRICE CHANNEL DI INDONESIA PADA
MASA INFLATION TARGETING FRAMEWORK (ITF)**

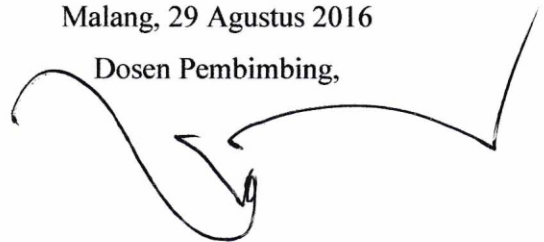
Yang disusun oleh :

Nama : Fadhlil Husnansyah
NIM : 115020400111033
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Jurusan : S1 Ilmu Ekonomi

Bahwa artikel Jurnal tersebut dibuat sebagai *persyaratan ujian skripsi* yang dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 29 Agustus 2016.

Malang, 29 Agustus 2016

Dosen Pembimbing,



Prof. Dr. Munawar, SE., DEA.

NIP. 19570212 198403 1 003

Analisis Efektivitas Transmisi Kebijakan Moneter Melalui *Interest Rate Channel* dan *Asset Price Channel* di Indonesia pada Masa *Inflation Targeting Framework* (ITF)

Fadhlil Husnansyah

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Email: fadhlilisyah@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui transmisi kebijakan moneter yang lebih efektif antara jalur *interest rate channel* dengan jalur *asset price channel* pada masa *Inflation Targeting Framework* (ITF). Variabel yang termasuk dalam jalur *interest rate channel*, yaitu BI Rate, suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB), suku bunga deposito, suku bunga kredit, konsumsi riil, dan inflasi. Sedangkan, variabel yang termasuk dalam jalur *asset price channel*, yaitu BI Rate, suku bunga PUAB, indeks harga saham gabungan (IHSG), investasi riil, dan inflasi. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari situs resmi Bank Indonesia (BI) dan Badan Pusat Statistik (BPS). Penelitian ini akan menggunakan data *time series*, selama periode 2005:Q3 – 2014:Q4. Analisis data yang digunakan adalah *Vector Error Correction Model* (VECM) dengan aplikasi *Eviews* 6.0. Hasil penelitian menunjukkan berdasarkan hasil uji *impulse response* (IRF) dan *variance decomposition* (VD) bahwa secara keseluruhan jalur *asset price channel* lebih efektif dalam kerangka kerja ITF dibandingkan jalur *interest rate channel*.

ABSTRACT

The purpose of this research is to evaluate the monetary policy transmission more effective between the of interest rate channel with asset price channel on Inflation Targeting Framework (ITF). Variables that included in interest rate channel those are BI Rate, interbank call money, deposits rates, loans interest rate, real consumption, and inflation. Meanwhile, the variables that included in asset price channel, namely BI Rate, interbank call money, composite stock price index (IHSG), real investment, and inflation. Data that used is secondary data which obtained from the official website of Bank Indonesia (BI) and Statistics Indonesia (BPS). This research will use time series data from 2005: Q3 - 2014: Q4. Analysis of used data is the Vector Error Correction Model (VECM) with Eviews 6.0 application. The result shows based on test results impulse response (IRF) and variance decomposition (VD) that the overall of asset price channel is more effective within the ITF framework compared of interest rate channel.

Keywords: *interest rate channel, asset price channel, inflation targeting, Vector Error Correction Model (VECM)*

A. LATAR BELAKANG

Kestabilan ekonomi menjadi sangat penting bagi suatu negara karena kondisi yang stabil akan menciptakan suasana yang kondusif untuk perkembangan dunia usaha. Perekonomian yang stabil akan lebih disukai investor dalam menanamkan modal dibandingkan perekonomian yang mudah mengalami fluktuasi dari gejolak dalam negeri maupun luar negeri. Suatu negara harus memiliki fundamental perekonomian yang kuat agar tidak mudah terkena guncangan baik secara langsung maupun tidak langsung, sehingga kondisi makroekonomi relatif stabil.

Peran otoritas moneter atau bank sentral dalam suatu negaralah yang merupakan kunci dalam menstabilkan ekonomi. Kebijakan moneter pada umumnya bertujuan untuk menjaga dan memelihara kestabilan nilai uang dan mendorong kelancaran produksi dan pembangunan guna meningkatkan taraf hidup rakyat (Pohan, 2008). Pemahaman tentang transmisi kebijakan moneter menjadi kunci agar dapat mengarahkan kebijakan moneter untuk mempengaruhi arah perkembangan ekonomi riil dan harga di masa yang akan datang.

Krisis ekonomi dan moneter memberikan pelajaran yang berharga bagi Indonesia, tidak adanya kepercayaan masyarakat terhadap otoritas moneter dan pemerintah makin memperburuk

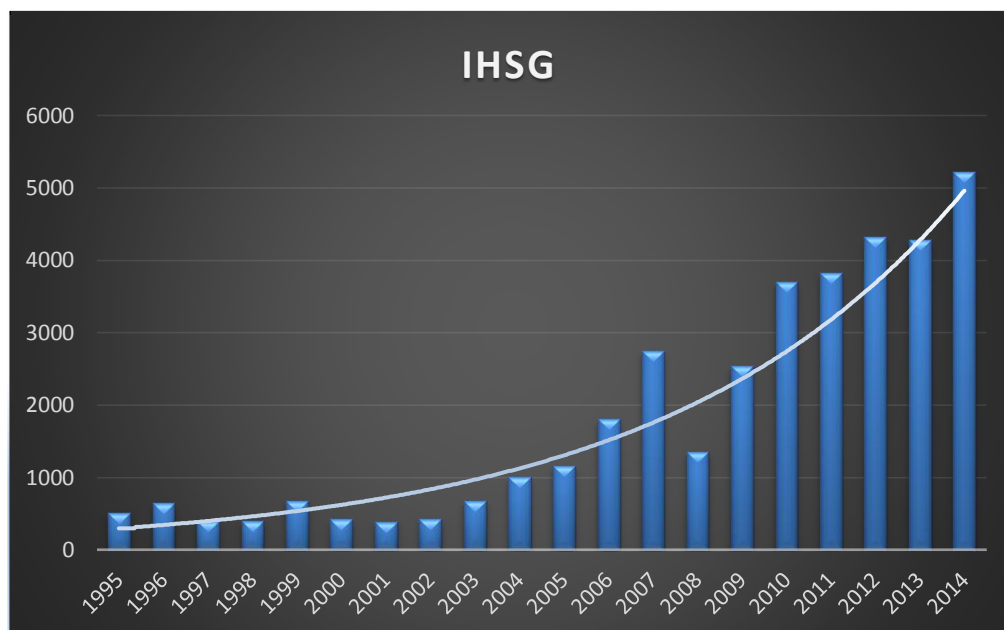
permasalahan. Kredibilitas pemerintah yang sedang terpuruk selama krisis dengan *trend* global yang melakukan reformasi bank sentral, mendorong disahkannya UU No. 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia. Secara implisit UU tersebut telah mengamanatkan kepada Bank Indonesia untuk menerapkan kerangka kerja kebijakan moneter yang sering disebut dengan *Inflation Targeting Framework* (ITF), walaupun tidak secara eksplisit disebutkan bahwa Bank Indonesia menggunakan kerangka ITF dalam kebijakannya. Bank Indonesia baru menerapkan ITF secara penuh atau biasa disebut dengan *Full-Fledged Inflation Targeting* (FFIT) mulai 1 Juli 2005, yang sebelumnya menerapkan *Inflation Targeting Lite* (ITL).

Reformasi di sektor keuangan yang memaksa Indonesia meninjau ulang paradigma pendekatan moneter yang dianut sebelumnya. Negara-negara yang menerapkan FFIT juga cenderung menerapkan strategi kebijakan moneter yang berbasis pengendalian suku bunga. Dalam perkembangannya, kerangka kerja kebijakan moneter berbasis suku bunga lebih relevan untuk diterapkan di Indonesia, dikarenakan hubungan yang melemah antara besaran moneter dan variabel-variabel riil telah menyebabkan semakin sulitnya pencapaian sasaran akhir kebijakan moneter dengan menggunakan *monetary aggregate*.

Hasil studi Warjiyo dan Zulverdi (1998) dalam periode sebelum krisis menunjukkan semakin pentingnya saluran suku bunga dalam mentransmisikan kebijakan moneter. Hal ini didasarkan pada pengamatan mengenai semakin berkembangnya lembaga, produk, dan pasar keuangan Indonesia, khususnya sejak langkah-langkah deregulasi keuangan mulai awal dekade 1980-an. Kemajuan ini telah menyebabkan semakin menurunnya permintaan uang dan karenanya peran saluran uang semakin menurun dalam transmisi moneter, sementara saluran suku bunga semakin berperan.

Dalam beberapa dasawarsa belakangan ini, peran pasar modal dalam pembiayaan investasi memang mengalami peningkatan yang signifikan. Krisis perbankan yang terjadi di beberapa negara, termasuk Indonesia pada waktu krisis ekonomi di Asia, membuktikan bahwa ketergantungan terhadap perbankan menyulitkan pemulihan ekonomi (*economic recovery*) negara tersebut pasca krisis. Banyak diantara negara berkembang (*emerging countries*) yang mencoba mengurangi ketergantungan tersebut dengan mendorong pengembangan pasar modal, sehingga peran pasar modal dalam perekonomian menjadi penting. Dalam penelitiannya, Broome dan Moorley (2004) menyimpulkan bahwa harga saham menjadi salah satu *leading indicator* yang signifikan untuk krisis ekonomi di negara-negara Asia tahun 1997-1998.

Gambar 1. Data Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)



Sumber: Bank Indonesia dan Bapepam, diolah (2015)

Berdasarkan Gambar 1 dapat dilihat adanya peningkatan aktivitas pasar saham selama periode 1995 sampai 2014 di Indonesia. Dalam kurun waktu satu dekade, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) telah mengalami kenaikan 10 kali lipat. Pada periode pra-krisis, pergerakan IHSG relatif lebih stabil dengan kisaran 400 sampai 600, tetapi mulai tahun 2002 IHSG memiliki kecenderungan meningkat hingga mencapai 5.000 pada akhir tahun 2014. Oleh karena itu, studi lebih lanjut mengenai transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset ini masih diperlukan untuk dipantau dan diperhatikan dalam transmisi kebijakan moneter di Indonesia.

Seperti yang dikemukakan oleh Ray dan Chatterjee (2001) bahwa peran harga aset di India dalam jangka menengah dominan memiliki kandungan informasi yang penting sehubungan dengan ekspektasi inflasi pelaku ekonomi. Hasil penelitian dari Waiquamdee (2008) juga sependapat bahwa efek kekayaan dari harga ekuitas dan harga properti dapat meningkatkan kekayaan rumah tangga walaupun dampaknya masih kecil, namun ke depannya harga aset diharapkan mampu berperan aktif dalam menjaga kestabilan inflasi. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Nirmalasari (2007) maupun Antono (2010) diperoleh informasi bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset di Indonesia belum menunjukkan berjalannya transmisi kebijakan moneter secara efektif.

Dari beberapa bukti empiris tersebut terlihat masih adanya perdebatan dengan efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset, namun dalam perkembangannya bahwa nilai agregasi dari IHSG sebagai salah satu indikator harga aset di Indonesia mengalami peningkatan yang luar biasa dalam kurun waktu sepuluh tahun terakhir (Lihat Gambar 1.2). Kemudian juga diyakini bahwa jalur suku bunga masih memiliki peran kuat dalam mencapai target inflasi terutama pengaruhnya terhadap aktivitas perekonomian melalui perkembangan sektor perbankan dan keuangan yang semakin pesat. Untuk itu, peneliti ingin membuktikan apakah perkembangan IHSG yang sangat signifikan akan mempengaruhi efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset dibandingkan dengan jalur suku bunga di Indonesia, maka penelitian lanjutan untuk masalah tersebut masih relevan untuk dilakukan.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Dalam suatu negara, pengaruh moneter sangat besar terhadap perekonomian, dan hal itu menyangkut hajat hidup orang banyak. Maka dalam sebuah tatanan ekonomi, perlu dilakukan pengaturan dalam bidang moneter yang biasa dikenal dengan kebijakan moneter atau *monetary policy*. Menurut Warjiyo dan Solikin (2003) kebijakan moneter merupakan kebijakan otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter untuk mencapai perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan. Dalam praktek, perkembangan kegiatan perekonomian yang diinginkan tersebut adalah stabilitas ekonomi makro yang antara lain dicerminkan oleh stabilitas harga (rendahnya laju inflasi), terjadinya peningkatan *output* riil (pertumbuhan ekonomi), serta cukup luasnya lapangan atau kesempatan kerja yang tersedia.

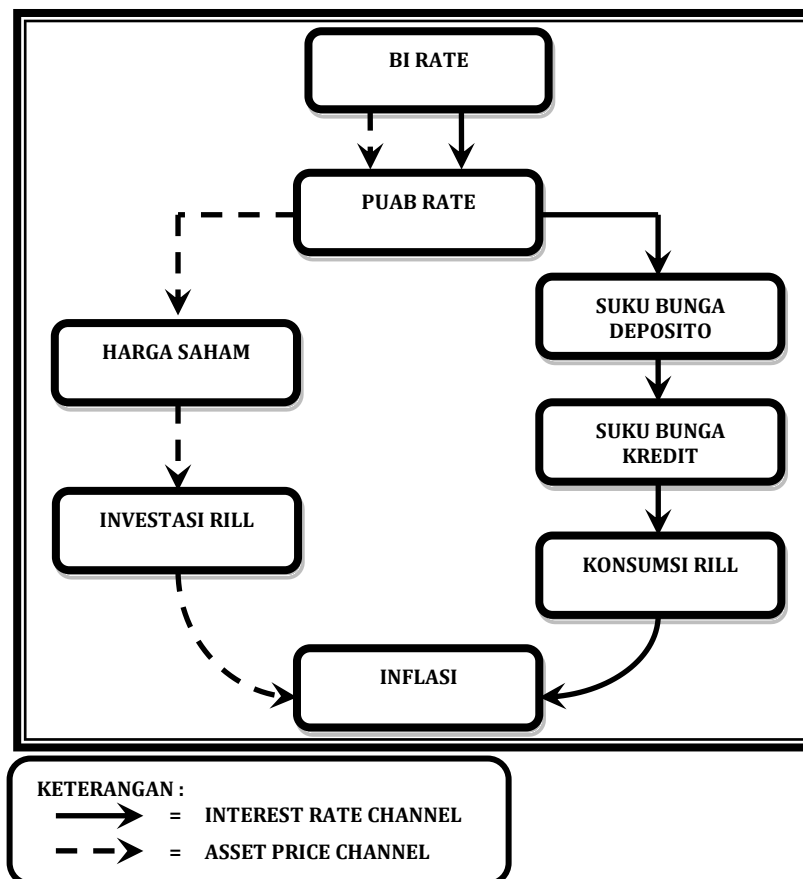
Strategi kebijakan moneter dilaksanakan berbeda-beda antara suatu negara dengan negara lain, sesuai tujuan yang ingin dicapai dan mekanisme transmisi yang diyakini cocok pada perekonomian negara tersebut. Berdasarkan strategi dan transmisi yang dipilih, maka dirumuskan kerangka operasional kebijakan moneter. Kerangka operasional kebijakan moneter merupakan rangkaian langkah-langkah bank sentral atau otoritas moneter dari penentuan dan prakiraan sasaran akhir, pemantauan variabel-variabel ekonomi keuangan yang dijadikan dasar perumusan kebijakan moneter, hingga pelaksanaan pengendalian moneter di pasar uang untuk mencapai sasaran akhir tersebut.

Salah satu indikator makroekonomi yang penting guna melihat stabilitas perekonomian suatu negara adalah inflasi. Secara teoritis, menurut Boediono (1988:161) inflasi adalah kecenderungan dari harga-harga untuk menaik secara umum dan terus-menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak disebut inflasi, kecuali bila kenaikan tersebut meluas kepada (atau mengakibatkan kenaikan) sebagian besar dari harga barang-barang lain. Sejak 1 Juli 2005, Bank Indonesia telah menerapkan kerangka kerja moneter baru, yaitu *Inflation Targeting Framework* (ITF) secara penuh atau bisa disebut *Full-Fledged Inflation Targeting* (FFIT). ITF merupakan suatu kerangka kerja kebijakan moneter yang dimana bank sentral memiliki tujuan akhir kebijakan moneter dalam mencapai dan menjaga tingkat inflasi yang rendah dan stabil, serta pengumuman target inflasi kepada publik dalam kurun waktu tertentu.

Dalam penerapan ITF ini bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter sangat berperan penting dengan diringi efektivitas peran sektor perbankan dan keuangan, mengingat sasaran

akhirnya adalah inflasi. Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan proses kebijakan moneter yang dilakukan bank sentral dalam mempengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan sehingga pada akhirnya dapat mencapai sasaran akhir kebijakan. Di Indonesia sebagai penganut ITF, saat ini terdapat enam jalur atau *channels* mekanisme transmisi kebijakan moneter, meliputi jalur suku bunga (*interest rate channel*), jalur kredit (*credit channel*), jalur neraca perusahaan (*balance sheet channel*), jalur nilai tukar (*exchange rate channel*), jalur harga aset (*asset price channel*), dan jalur ekspektasi (*expectation channel*). Dalam penelitian ini, peneliti hanya membahas jalur suku bunga (*interest rate channel*) dan jalur harga aset (*asset price channel*) berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan sebelumnya, maka terbentuklah kerangka konseptual yang dapat dilihat pada Gambar 2 berikut ini.

Gambar 2. Kerangka Konseptual Penelitian



Sumber: Warjiyo, diolah (2015)

Alur pertama dimulai dari *interest rate channel* yang berjalur garis hitam lurus. Berawal dari ditetapkannya kebijakan moneter ekspansif ataupun kontraktif yang digunakan bank sentral, yaitu melalui *BI Rate*. Di sini apabila bank sentral menginginkan kebijakan moneter ekspansif maka *BI Rate* akan turun. Ketika *BI Rate* turun, akan mempengaruhi turunnya tingkat suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB). Perkembangan ini selanjutnya akan memberikan pengaruh pada turunnya tingkat suku bunga deposito dan suku bunga kredit. Turunnya suku bunga kredit konsumsi akan berpengaruh terhadap meningkatnya permintaan konsumsi riil. Pengaruh peningkatan konsumsi riil tersebut selanjutnya akan berdampak pada meningkatnya permintaan agregat, apabila peningkatan permintaan agregat tidak dibarengi dengan peningkatan penawaran agregat maka akan terjadi peningkatan inflasi. Melalui jalur ini dapat dilihat bahwa peranan fungsi perbankaan dari sisi pembiayaan konsumsi rumah tangga.

Alur kedua adalah *asset price channel* yang berjalur garis hitam putus-putus. Di sini apabila bank sentral menginginkan kebijakan moneter ekspansif maka akan terjadi penurunan *BI Rate*. Selanjutnya, penurunan *BI Rate* akan berdampak terhadap penurunan suku bunga PUAB.

Dengan demikian, perubahan suku bunga yang terjadi akan direspon positif pada harga aset finansial, yaitu harga saham. Peningkatan harga saham kemudian mendorong peningkatan investasi oleh perusahaan karena nilai pasar perusahaan yang meningkat. Kemudian, pengaruh harga aset pada investasi riil akan meningkatkan permintaan agregat, apabila peningkatan permintaan agregat tidak dibarengi dengan peningkatan penawaran agregat maka akan terjadi peningkatan inflasi. *Asset price channel* merupakan jalur yang melalui peran harga aset finansial yang menentukan biaya dalam suatu investasi.

C. METODOLOGI PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini termasuk kedalam kategori *applied research* atau dengan pendekatan kuantitatif. Dimana dalam penelitian ini mencoba untuk mengimplementasikan teori dengan berdasarkan data yang ada, atau bisa disebut juga sebagai penelitian teoritis empiris dengan memanfaatkan data sekunder.

Definisi Operasional Variabel

Adapun variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1 sebagai berikut.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel

No.	Variabel	Definisi Operasional	Satuan
1.	BI Rate	Suku bunga <i>signalling</i> sebagai <i>stance</i> kebijakan moneter oleh Bank Indonesia yang diumumkan kepada publik	Persen (%)
2.	PUAB Rate	Tingkat suku bunga yang dikenakan oleh pihak bank kepada bank yang melakukan pinjaman dalam jangka waktu 1 hari (<i>overnight</i>) sampai dengan 90 hari di pasar uang antar bank	Persen (%)
3.	Suku Bunga Deposito	Tingkat suku bunga yang harus dibayarkan per unit waktu oleh lembaga perbankan kepada para nasabah atau deposan	Persen (%)
4.	Suku Bunga Kredit	Tingkat suku bunga yang dibebankan kepada debitur atas kredit yang ditawarkan oleh bank	Persen (%)
5.	Konsumsi Riil	Pengeluaran atas barang dan jasa yang dilakukan oleh rumah tangga untuk tujuan konsumsi. Data yang digunakan adalah data Produk Domestik Bruto (PDB) berdasarkan pengeluaran konsumsi rumah tangga	Milliar Rupiah
6.	Harga Saham	Harga jual-beli suatu bukti kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang berlaku di pasar modal. Data yang digunakan adalah data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	Satuan <i>Basic Point</i> (bps)
7.	Investasi Riil	Pengeluaran sejumlah dana yang dilakukan oleh investor atau pengusaha yang berguna untuk membiayai kegiatan produksi agar mendapatkan keuntungan atau profit di masa yang akan datang. Data yang digunakan adalah data Produk Domestik Bruto (PDB) berdasarkan pembentukan modal tetap domestik bruto	Milliar Rupiah
8.	Inflasi	Kenaikan harga-harga secara umum dan terjadi secara terus-menerus. Data yang digunakan adalah data Indeks Harga Konsumen (IHK)	Persen (%)

Sumber: Bank Indonesia dan Badan Pusat Statistik, diolah (2015)

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data runtut waktu (*time series*), selama periode 2005:Q3 – 2014:Q4. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang didokumentasikan adalah data triwulanan yang ada pada situs resmi Bank Indonesia (BI) dan Badan Pusat Statistik (BPS). Dimana data-data yang diambil, yaitu suku bunga BI Rate, suku bunga PUAB, suku bunga deposito, suku bunga kredit, dan IHSG diambil melalui

situs resmi BI. Sementara itu, data konsumsi riil, investasi riil, dan IHK diambil melalui situs resmi BPS.

Metode Analisis Data

Penelitian ini akan menggunakan metode *Vector Autoregression* (VAR) jika data yang digunakan sudah stasioner dan tidak terkointegrasi. Namun, jika data yang digunakan adalah stasioner namun terdapat kointegrasi, maka digunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM) untuk mengetahui keterkaitan antar variabel pada jalur suku bunga dan jalur harga aset. Model VAR/VECM pada penelitian ini dibagi menjadi 2, yaitu:

1. Model VAR/VECM menggunakan transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga (*interest rate channel*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{a. } RBI_t &= \beta_1 + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k RDEP_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k RKRED_{t-k} + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k KR_{t-k} + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_1 \\
 \text{b. } RPUAB_t &= \beta_2 + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k RDEP_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k RKRED_{t-k} + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k KR_{t-k} + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_2 \\
 \text{c. } RDEP_t &= \beta_3 + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k RDEP_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k RKRED_{t-k} + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k KR_{t-k} + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_3 \\
 \text{d. } RKRED_t &= \beta_4 + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k RDEP_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k RKRED_{t-k} + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k KR_{t-k} + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_4 \\
 \text{e. } KR_t &= \beta_5 + \alpha_{5i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{5i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{5i} \sum_{i=1}^k RDEP_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{5i} \sum_{i=1}^k RKRED_{t-k} + \alpha_{5i} \sum_{i=1}^k KR_{t-k} + \alpha_{5i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_5 \\
 \text{f. } INF_t &= \beta_6 + \alpha_{7i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{7i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{7i} \sum_{i=1}^k RDEP_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{7i} \sum_{i=1}^k RKRED_{t-k} + \alpha_{7i} \sum_{i=1}^k KR_{t-k} + \alpha_{7i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_7
 \end{aligned}$$

Keterangan:

RBI = suku bunga BI Rate
RPUAB = suku bunga pasar uang antar bank
RDEP = suku bunga deposito
RKRED = suku bunga kredit (konsumsi)
KR = konsumsi riil (pengeluaran konsumsi rumah tangga)
INF = inflasi (Indeks Harga Konsumen)

2. Model VAR/VECM menggunakan transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset (*asset price channel*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{a. } RBI_t &= \beta_1 + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k IHSG_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k IR_{t-k} + \alpha_{1i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_1 \\
 \text{b. } RPUAB_t &= \beta_2 + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k IHSG_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k IR_{t-k} + \alpha_{2i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_2 \\
 \text{c. } IHSG_t &= \beta_3 + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k IHSG_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k IR_{t-k} + \alpha_{3i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_3 \\
 \text{d. } IR_t &= \beta_4 + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k IHSG_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k IR_{t-k} + \alpha_{4i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_4 \\
 \text{e. } INF_t &= \beta_6 + \alpha_{6i} \sum_{i=1}^k RBI_{t-k} + \alpha_{6i} \sum_{i=1}^k RPUAB_{t-k} + \alpha_{6i} \sum_{i=1}^k IHSG_{t-k} + \\
 &\quad \alpha_{6i} \sum_{i=1}^k IR_{t-k} + \alpha_{6i} \sum_{i=1}^k INF_{t-k} + \varepsilon_6
 \end{aligned}$$

Keterangan:

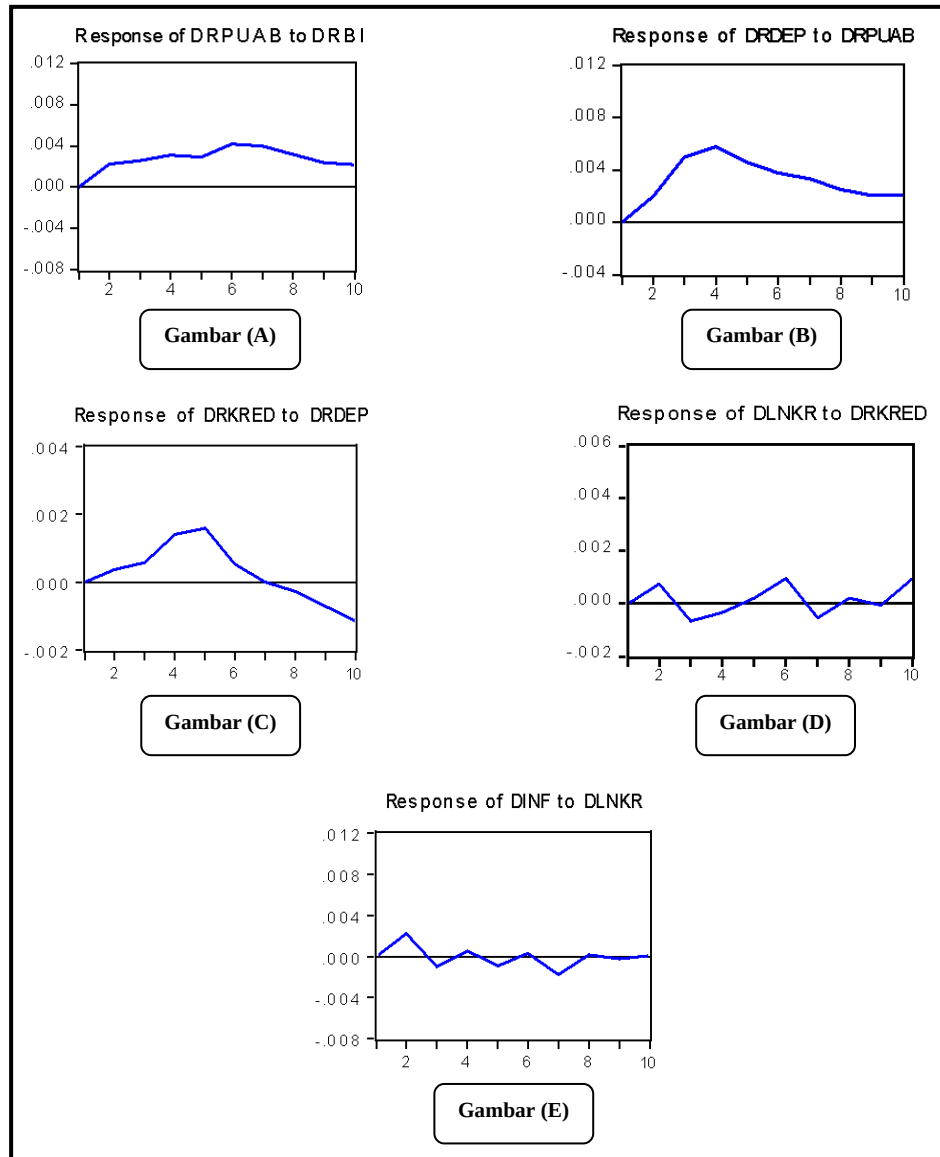
RBI = suku bunga BI Rate
RPUAB = suku bunga pasar uang antar bank
IHSG = harga saham (Indeks Harga Saham Gabungan)
IR = investasi riil (pembentukan modal tetap domestik bruto)
INF = inflasi (Indeks Harga Konsumen)

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Impulse Response Function (IRF)

Pengujian IRF dilakukan untuk melihat efektivitas kecepatan atau tenggat waktu (*time lag*) yang dibutuhkan dari suatu variabel dalam merespon akibat adanya kejutan (*shock*) dari variabel lain. Hasil uji IRF transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* dan *asset price channel* akan diperlihatkan pada Gambar 3 dan Gambar 4.

Gambar 3. Hasil Impulse Response Function – Interest Rate Channel

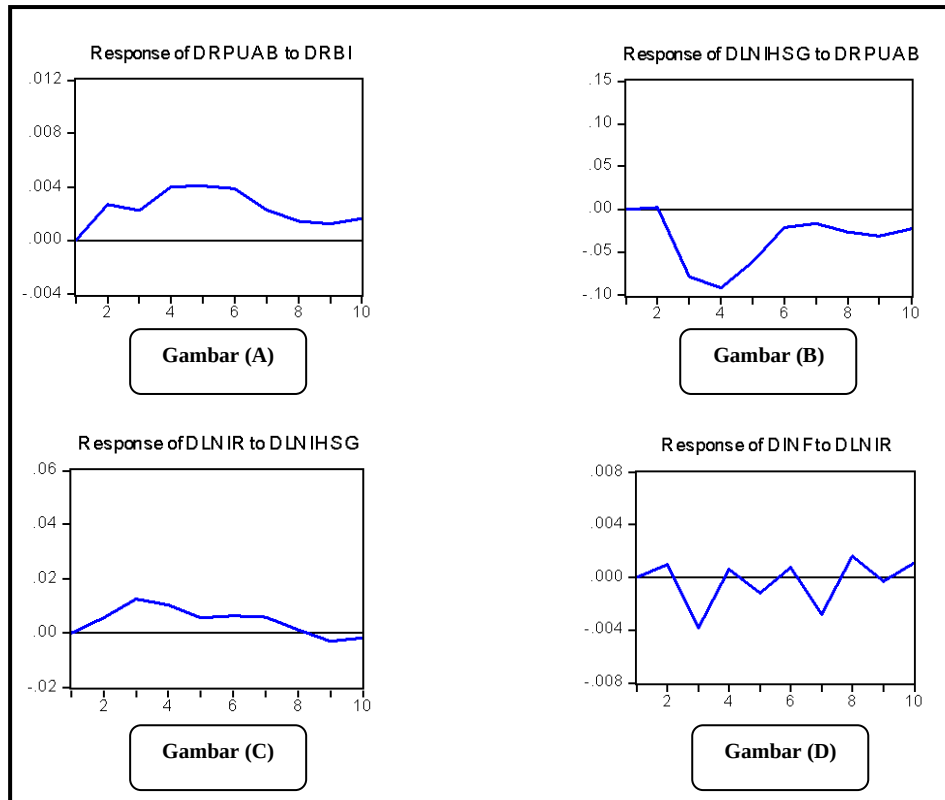


Sumber: Hasil Olahan Eviews 6.0 (2016)

Berdasarkan Gambar 3 bahwa proses transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* memerlukan *time lag* selama 10 kuartal untuk mencapai sasaran akhir kebijakan moneter yaitu inflasi. Transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* secara rinci dapat dijelaskan bahwa suku bunga PUAB memerlukan *time lag* 2 kuartal untuk merespon *shock* dari suku bunga BI Rate, suku bunga deposito memerlukan *time lag* 2 kuartal untuk merespon *shock* dari suku bunga PUAB, suku bunga kredit memerlukan *time lag* 2 kuartal untuk merespon *shock*

dari suku bunga deposito, konsumsi riil memerlukan *time lag* 2 kuartal untuk merespon *shock* dari suku bunga kredit, dan inflasi memerlukan *time lag* 2 kuartal untuk merespon *shock* dari konsumsi riil.

Gambar 4. Hasil *Impulse Response Function* – *Asset Price Channel*



Sumber: Hasil Olahan Eviews 6.0 (2016)

Berdasarkan Gambar 4 bahwa proses transmisi kebijakan moneter melalui *asset price channel* memerlukan *time lag* selama 9 kuartal untuk mencapai sasaran akhir kebijakan moneter yaitu inflasi. Transmisi kebijakan moneter melalui *asset price channel* secara rinci dapat dijelaskan bahwa suku bunga PUAB memerlukan *time lag* 2 kuartal untuk merespon *shock* dari suku bunga BI Rate, IHSG memerlukan *time lag* 3 kuartal untuk merespon *shock* dari suku bunga PUAB, investasi riil memerlukan *time lag* 2 kuartal untuk merespon *shock* dari IHSG, dan inflasi memerlukan *time lag* 2 kuartal untuk merespon *shock* dari investasi riil.

Uji *Variance Decomposition* (VD)

Pengujian *variance decomposition* (VD) yang bertujuan untuk mengetahui porsi atau bagian masing-masing variabel dalam menjelaskan variasi variabel dan *predictive power* antara variabel yang memiliki keterkaitan tersebut. Hasil uji VD transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* dan *asset price channel* akan diperlihatkan pada Tabel 2 dan Tabel 3.

Tabel 2. Hasil *Variance Decomposition* – Interest Rate Channel

Nilai <i>Variance Decomposition</i> Terhadap INF (Inflasi):							
Periode	S.E.	DINF	DRBI	DRPUAB	DRDEP	DRKRED	DLNKR
1	0.011467	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.012557	90.67643	2.888203	0.034668	0.235661	3.108672	3.056363
3	0.014535	80.07607	2.634146	5.230799	6.941930	2.337194	2.779857
4	0.015948	66.56564	2.260595	13.96260	12.23927	2.564232	2.407660
5	0.017611	60.29164	3.214895	15.57763	16.28426	2.366841	2.264729
6	0.018003	57.80885	4.447679	16.84929	16.44141	2.265031	2.187735
7	0.019317	50.35820	10.46293	17.99063	15.95211	2.470717	2.765418
8	0.020114	47.13057	11.82467	20.98231	15.22990	2.278842	2.553700
9	0.020398	46.24699	12.62517	21.27226	14.96708	2.385131	2.503370
10	0.020486	46.03750	12.65656	21.52191	14.92569	2.375211	2.483135

Sumber: Hasil Olahan Eviews 6.0 (2016)

Berdasarkan pada Tabel 2 di atas, bahwa pada kuartal pertama varian perubahan inflasi disebabkan oleh varian inflasi itu sendiri, sedangkan varian suku bunga BI *Rate*, suku bunga PUAB, suku bunga deposito, suku bunga kredit, dan konsumsi riil tidak dapat mempengaruhi perubahan inflasi. Pada periode akhir pengamatan, sebagian besar dapat dijelaskan oleh variabel-variabel dalam model *interest rate channel* mencapai sebesar 53,96%. Dengan nilai masing-masing komposisi varian sesuai urutan yaitu, suku bunga PUAB senilai 21,52%, suku bunga deposito senilai 14,93%, suku bunga BI *Rate* senilai 12,66%, konsumsi riil senilai 2,48%, dan suku bunga kredit senilai 2,37%.

Tabel 3. Hasil *Variance Decomposition* – Asset Price Channel

Nilai <i>Variance Decomposition</i> Terhadap INF (Inflasi):						
Periode	S.E.	DINF	DRBI	DRPUAB	DLNIHSG	DLNIR
1	0.006603	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.008167	75.39157	19.60932	2.011034	1.632280	1.355796
3	0.011357	40.27162	13.18293	9.940626	24.39021	12.21461
4	0.013252	33.84611	15.36722	23.63763	17.98173	9.167324
5	0.014413	29.30888	13.16971	32.38231	16.71508	8.424024
6	0.014517	29.22872	13.10298	32.41140	16.67278	8.584111
7	0.015134	26.97369	13.01760	31.66064	16.96350	11.38458
8	0.015791	26.97428	12.01287	31.57937	17.95342	11.48006
9	0.016108	26.80882	11.69309	32.97436	17.45681	11.06692
10	0.016253	26.42754	11.48573	32.42494	18.32819	11.33361

Sumber: Hasil Olahan Eviews 6.0 (2016)

Berdasarkan pada Tabel 3 di atas, bahwa pada kuartal pertama varian perubahan inflasi disebabkan oleh varian inflasi itu sendiri, sedangkan varian suku bunga *BI Rate*, suku bunga PUAB, IHSG, dan investasi riil tidak dapat mempengaruhi perubahan inflasi. Pada periode akhir pengamatan, sebagian besar dapat dijelaskan oleh variabel-variabel dalam model *asset price channel* dengan sangat signifikan hingga mencapai sebesar 73,58%. Dengan nilai masing-masing komposisi varian sesuai urutan yaitu, suku bunga PUAB senilai 32,43%, IHSG senilai 18,33%, suku bunga *BI Rate* senilai 11,49%, dan investasi riil senilai 11,33%.

Pembahasan

Pertama, peneliti akan membahas tahapan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* berdasarkan Gambar 3 dari hasil uji IRF. Terdapat beberapa hasil yang menunjukkan perkembangan grafik bergerak sangat fluktuatif dan dekat dengan garis keseimbangan, hal ini mengindikasikan respon suatu variabel tidak terlalu sensitif dengan adanya *shock* dari variabel lainnya, sehingga hal tersebut bisa disebabkan dari adanya faktor lain yang mempengaruhi respon pergerakan variabel tersebut menjadi fluktuatif dan tidak berjalan sesuai dengan teori yang ada. Pada Gambar 3 yang bergerak fluktuatif dari hasil IRF adalah respon konsumsi riil terhadap *shock* suku bunga kredit dan respon inflasi terhadap *shock* konsumsi riil.

Respon konsumsi riil terhadap *shock* suku bunga kredit bergerak fluktuatif, pergerakan tersebut dapat disebabkan oleh kenaikan sumber pendapatan masyarakat dan adanya kecenderungan debitur lebih mengutamakan akses kredit dibandingkan tingkat suku bunga. Dalam Laporan Perekonomian Indonesia (2005) juga dijelaskan bahwa seiring naiknya tingkat suku bunga deposito menyebabkan meningkatnya penghimpunan dana, namun perbankan juga dituntut mentransmisikannya melalui peningkatan penyaluran kredit, dengan peningkatan tersebut didominasi oleh pertumbuhan kredit konsumsi pada akhir 2005. Jadi, walaupun suku bunga kredit menurun maka tidak langsung direspon pula dengan menurunnya konsumsi riil, sehingga tidak terjadinya efektivitas dalam transmisi kebijakan moneter pada saluran tersebut.

Selanjutnya, respon inflasi terhadap *shock* konsumsi riil bergerak fluktuatif dan bergerak dekat dengan garis keseimbangan. Berarti respon inflasi banyak dipengaruhi faktor lain, yaitu perubahan harga barang *administered*, *volatile food*, nilai tukar rupiah, dan ekspektasi inflasi. Laporan Perekonomian Indonesia (2005) menunjukkan bahwa konsumsi rumah tangga untuk kelompok bahan makanan maupun bahan non makanan mengalami penurunan daya beli masyarakat dari tahun sebelumnya, namun kenaikan *administered prices* yang signifikan sebagai penyumbang terbesar inflasi sehingga mendorong tingginya inflasi hingga mencapai 17,11%(yoy). Dapat disimpulkan bahwa ketika konsumsi riil sedang menurun tidak dapat diikuti pula dengan penurunan inflasi sesuai dengan teori yang ada, sehingga konsumsi riil menjadi kurang efektif dalam mengendalikan inflasi.

Kedua, peneliti akan membahas tahapan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui *asset price channel* berdasarkan Gambar 4 dari hasil uji IRF. Pada Gambar 4 yang bergerak fluktuatif dari hasil IRF adalah respon inflasi terhadap *shock* investasi riil. Berarti respon inflasi terhadap *shock* investasi riil dapat terjadi dikarenakan faktor lainnya, yaitu perubahan *administered prices*, *volatile food*, nilai tukar rupiah, dan ekspektasi inflasi. Berdasarkan Laporan Perekonomian Indonesia (2008) menerangkan bahwa seiring turunnya IHSG dalam periode Februari 2008 - November 2008 telah mengalami penurunan sebesar 54%, kemudian berimbas pada melambatnya investasi riil dari pengusaha karena memburuknya prospek perekonomian dunia, namun tetap terjadi lonjakan inflasi yang banyak dipengaruhi oleh faktor eksternal dikarenakan tingginya harga komoditas global energi dan pangan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa penurunan investasi riil yang terjadi, tidak semestinya direspon penurunan pula oleh inflasi.

Berdasarkan hasil IRF yang telah dijelaskan pada sub bab sebelumnya, bahwa transmisi kebijakan moneter melalui *asset price channel* secara keseluruhan membutuhkan *time lag* 9 kuartal untuk mencapai sasaran akhir inflasi. *Time lag* ini lebih cepat daripada *time lag* dari transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* yang membutuhkan *time lag* 10 kuartal untuk mencapai sasaran akhir inflasi. Berdasarkan hasil IRF tersebut memberikan gambaran bahwa pada mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui *asset price channel* memberikan pengaruh lebih cepat 1 kuartal daripada model *interest rate channel* dalam mengendalikan inflasi sebagai sasaran akhir kebijakan moneter yang ditetapkan.

Selanjutnya, berdasarkan hasil VD yang telah dijelaskan pada sub bab sebelumnya, bahwa jalur *interest rate channel* pada akhir periode pengamatan memberikan kontribusi terhadap

perubahan inflasi mencapai sebesar 53,96% dengan nilai masing-masing komposisi varian yaitu, suku bunga PUAB senilai 21,52%, suku bunga deposito senilai 14,93%, suku bunga BI Rate senilai 12,66%, konsumsi riil senilai 2,48%, dan suku bunga kredit senilai 2,37%. Sedangkan jalur *asset price channel* pada akhir periode pengamatan memberikan kontribusi terhadap perubahan inflasi mencapai sebesar 73,58% dengan nilai masing-masing komposisi varian yaitu, suku bunga PUAB senilai 32,43%, IHSG senilai 18,33%, suku bunga BI Rate senilai 11,49%, dan investasi riil senilai 11,33%. Berdasarkan hasil VD tersebut menunjukkan bahwa jalur *asset price channel* lebih memberikan kontribusi dalam mengendalikan perubahan inflasi dibandingkan jalur *interest rate channel* hingga akhir periode pengamatan.

Berdasarkan informasi yang diperoleh baik dari hasil IRF maupun hasil VD, maka dapat disimpulkan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui *asset price channel* memberikan bukti yang kuat bahwa mekanisme ini berjalan lebih efektif dibandingkan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* dalam kerangka kerja kebijakan moneter yang diterapkan Bank Indonesia, yaitu ITF. Sejalan dengan keefektifan jalur *asset price channel* dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia, maka jalur ini perlu diperhatikan oleh otoritas moneter. Meskipun transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* merupakan jalur yang masih sering digunakan dikarenakan jalur ini dianggap “lebih dekat” dengan kehidupan masyarakat dan paling efektif jika diterapkan di Indonesia. Akan tetapi, dengan adanya penelitian ini diharapkan perubahan kebijakan moneter melalui *asset price channel* ini akan direspon oleh masyarakat melalui harga saham yang akhirnya akan mengontrol inflasi sesuai dengan target yang ditetapkan oleh Bank Indonesia.

Dalam penelitian Broome dan Moorley (2004) menyimpulkan bahwa harga saham menjadi salah satu *leading indicator* yang signifikan untuk krisis ekonomi di negara-negara Asia tahun 1997-1998. Secara tidak langsung, temuan tersebut mengindikasikan pentingnya saluran harga aset dalam perekonomian dan mengurangi ketergantungan terhadap perbankan. Seperti diketahui, pergerakan harga aset berisi beberapa informasi tentang kondisi ekonomi di masa depan serta inflasi di masa mendatang. Kent dan Lowe (1997), juga berpandangan bahwa kenaikan harga aset dapat meningkatkan harga barang dan jasa, sehingga dapat menentukan target inflasi yang diharapkan pada masa depan. Hal ini dapat terjadi melalui teori *Tobin's q* tentang mekanisme transmisi efek kebijakan moneter dalam perekonomian melalui penilaian terhadap ekuitas, ketika meningkatnya harga aset mendorong peningkatan investasi oleh perusahaan karena nilai pasar perusahaan yang meningkat akan berdampak pada aktivitas sektor riil yang merupakan komponen dari permintaan agregat. Jika peningkatan hasil permintaan agregat melampaui tingkat penawaran, mengakibatkan tingkat inflasi cenderung meningkat. Pada gilirannya, informasi ini dapat digunakan bank sentral dalam menentukan ekspektasi inflasi di masa depan.

E. PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara umum, dalam pelaksanaan kerangka kerja ITF baik jalur *interest rate channel* maupun *asset price channel* telah berjalan sesuai dengan teori. Instrumen kebijakan moneter dan variabel makroekonomi yang digunakan dalam transmisi kebijakan moneter saling memberikan pengaruh hingga mencapai sasaran akhir kebijakan moneter, yaitu inflasi.
2. Berdasarkan hasil *impulse response function* (IRF) dari kedua jalur transmisi kebijakan moneter tersebut, jalur *asset price channel* lebih efektif dalam mencapai sasaran akhir inflasi dengan tenggat waktu 9 kuartal. Sedangkan untuk jalur *interest rate channel* kurang efektif dalam mencapai sasaran akhir inflasi, yaitu memerlukan tenggat waktu 10 kuartal. Jadi, jalur *asset price channel* lebih cepat 1 kuartal atau 3 bulan dalam mencapai sasaran akhir inflasi.
3. Hasil *variance decomposition* (VD) menunjukkan bahwa variabel-variabel dalam *asset price channel* memberikan kontribusi lebih besar dalam mempengaruhi perubahan inflasi dibandingkan variabel-variabel dalam jalur *interest rate channel*. Suku bunga PUAB menjadi penyumbang terbesar dalam jalur *asset price channel*. Dengan hasil yang menunjukkan *asset price channel* berkontribusi secara dominan terhadap inflasi hingga mencapai sebesar 73,58%, sehingga dapat disimpulkan variabel-variabel dalam jalur tersebut cukup efektif dalam mengendalikan sasaran akhir inflasi.

4. Dalam transmisi kebijakan moneter melalui *interest rate channel* dan *asset price channel* terdapat beberapa hubungan antar variabel yang bergerak fluktuatif, hal ini mengindikasikan kurang efektifnya transmisi hubungan antar variabel yang disebabkan oleh pengaruh dari faktor-faktor lainnya. Dalam jalur *interest rate channel*, respon konsumsi riil terhadap *shock* suku bunga kredit dan respon inflasi terhadap *shock* konsumsi riil yang bergerak fluktuatif. Sedangkan dalam jalur *asset price channel*, hanya respon inflasi terhadap *shock* investasi riil yang bergerak fluktuatif. Ada indikasi disebabkan oleh beberapa faktor, diantaranya adalah perubahan *administered prices*, *volatile food*, nilai tukar rupiah, ekspektasi inflasi, kenaikan sumber pendapatan masyarakat, ataupun adanya kecenderungan debitur lebih mengutamakan akses kredit dibandingkan tingkat suku bunga.
5. Dalam penelitian ini, berdasarkan 2 indikator untuk mengukur efektivitas transmisi kebijakan moneter, yaitu *impulse response function* (IRF) dan *variance decomposition* (VD), bahwa secara keseluruhan jalur *asset price channel* lebih efektif dalam kerangka kerja ITF dibandingkan jalur *interest rate channel*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ray dan Chatterjee (2001), menunjukkan bahwa harga saham setelah satu setengah tahun dapat mempengaruhi inflasi mencapai 60%, melampaui variabel tingkat suku bunga dan jumlah uang beredar dalam menjelaskan inflasi.

Saran

Berdasarkan serangkaian analisis dan hasil temuan dalam penelitian ini, maka dapat dikemukakan beberapa saran, antara lain:

1. Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui *asset price channel* memerlukan tenggat waktu selama 9 kuartal hingga mencapai sasaran akhir inflasi. Hal ini dapat digunakan sebagai pertimbangan bagi otoritas moneter untuk memperhatikan *asset price channel* dalam kerangka kerja ITF. Dalam kurun waktu satu dekade, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) telah mengalami kenaikan 10 kali lipat. Saat ini, banyak negara berkembang mencoba untuk mengurangi ketergantungan permodalan terhadap perbankan dengan mendorong pengembangan pasar modal.
2. Perlunya meningkatkan koordinasi antara pemerintah dengan otoritas moneter, mengingat tidak semua komponen inflasi dapat dipengaruhi oleh kebijakan moneter (*administered prices* dan *volatile food*), maka perlu koordinasi yang baik antara kebijakan moneter dengan kebijakan pemerintah untuk mengurangi tekanan inflasi yang bersumber dari *administered prices* dan *supply constraint*. Oleh karena itu, koordinasi yang telah terjalin antara pemerintah dengan Bank Indonesia selama ini perlu semakin ditingkatkan guna mencapai sasaran target inflasi yang diinginkan.
3. Diharapkan penelitian selanjutnya untuk dapat menggunakan jenis aset lainnya, seperti obligasi, emas, tanah, ataupun properti. Hal ini bertujuan untuk melihat jenis aset mana yang lebih responsif dalam mengendalikan inflasi.

UCAPAN TERIMA KASIH

Kami mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu sehingga jurnal ini dapat terselesaikan. Ucapan terima kasih khusus kami sampaikan kepada Asosiasi Dosen Ilmu Ekonomi Universitas Brawijaya dan Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya yang memungkinkan jurnal ini bisa diterbitkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agha, Asif Idrees, et al. 2005. Transmission Mechanism of Monetary Policy in Pakistan. *State Bank of Pakistan Research Bulletin*, Vol. 1, (No. 1) : 1-23.
- Ahmad, Luki. 2006. *Analisis Pengaruh Asset Prices terhadap Inflasi di Indonesia: Pendekatan Vector Autoregression Periode 1995-2004*. Tesis Program Ilmu Ekonomi. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Ajija, Shochrul R., dkk. 2011. *Cara Cerdas Menguasai EvIEWS*. Jakarta: Salemba Empat.
- Antono, Puji Dwi. 2010. *Analisis Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Harga Aset (Asset Price Channel) di Indonesia*. Tesis Pascasarjana Program Ilmu Ekonomi UI (Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Universitas Indonesia.

- Ascarya. 2012. Alur Transmisi dan Efektifitas Kebijakan Moneter Ganda di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 14, (No. 13) : 283-315. Jakarta: Bank Indonesia.
- Ascarya. 2002. *Instrumen-Instrumen Pengendalian Moneter*. Buku Seri Kebanksentralan No. 3. Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK). Jakarta: Bank Indonesia.
- Badan Pusat Statistik. *Laporan Badan Pusat Statistik*. Berbagai Edisi. Jakarta: Badan Pusat Statistik.
- Banjarnahor, Nova Riana. 2008. Mekanisme Suku Bunga SBI sebagai Sasaran Operasional Kebijakan Moneter dan Variabel Makroekonomi Indonesia: 1990.1 - 2007.4. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol.11, (No. 1) : 21-51. Jakarta: Bank Indonesia.
- Bank Indonesia. *Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia*. Berbagai Edisi. Jakarta: Bank Indonesia.
- Bank Indonesia. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahunan*. Berbagai Edisi. Jakarta: Bank Indonesia.
- Boediono. 1985. *Ekonomi Moneter*. Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi No. 5. Edisi Ketiga. Yogyakarta: Badan Penerbit Buku Fakultas Ekonomi (BPFE).
- Bofinger, Peter. 2001. *Monetary Policy: Goal, Institutions, Strategies and Instrument*. New York: Oxford University Press.
- Broome, Simon dan Morley, Bruce. 2004. Stock Prices as a Leading Indicator of The East Asian Financial Crisis. *Journal of Asian Economics*, Vol. 15 : 189-197.
- Burhani, Halim. 2014. *Analisis Pengaruh Variabel Ekonomi Moneter dalam Upaya Menjaga Stabilitas Harga (Inflasi) dan Mengatasi Pengangguran di Indonesia*. Skripsi Jurusan Ilmu Ekonomi (Tidak Dipublikasikan). Malang: Universitas Brawijaya.
- Chakraborty, Nn. Sagarika dan Banerjee, Tn. Soumya. 2009. Krisis Keuangan di Dunia Berkembang Pasca “Bencana Penggelembungan Harga Aset” AS – Jalan Baru ke Depan. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 12, (No. 1) : 5-32. Jakarta: Bank Indonesia.
- Darsono. 2000. Tinjauan Atas Kerangka Kerja Kebijakan Moneter Menuju Penerapan Inflation Targeting. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 3, (No. 3). Jakarta: Bank Indonesia.
- Dias, Satria. 2009. *Ekonomi, Uang dan Bank: Catatan Teoritis dan Praktis*. Malang: UB Press.
- Fuddin, Muhammad Khoirul. 2014. *Efektivitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Negara ASEAN 5*. Tesis Program Studi Ilmu Ekonomi (Tidak Dipublikasikan). Malang: Universitas Brawijaya.
- Goeltom, Miranda S. 2008. The Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia. *The Bank for International Settlements Papers No. 35* (hlm. 309-332). Basel: Bank for International Settlements Press & Communications.
- Gujarati, Damodar N. 2004. *Basic Econometrics*. Fourth Edition, International Edition. Singapore: The McGraw-Hill Companies.
- Julaihah, Umi dan Insukindro. 2004. Analisis Dampak Kebijakan Moneter Terhadap Variabel Makroekonomi Indonesia Tahun 1983:1-2003:2. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan Bank Indonesia*, Vol. 7, (No. 2) : 324-341. Jakarta: Bank Indonesia.
- Kent, Christoper dan Lowe, Philip. 1997. Asset-Price Bubbles and Monetary Policy. *Research Discussion Paper No. 9709* (hlm. 1-26). Economic Research Department Reserve Bank of Australia.
- Kuncoro, Mudrajad. 2003. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta: Erlangga.
- Kuncoro, Pranowo. 2011. *Analisis Pola Dinamis antara Kebijakan Moneter Melalui Jalur Nilai Tukar (Exchange Rate Channel) dan Suku Bunga (Interest Rate Channel) dalam Mempengaruhi Tingkat Harga*. Skripsi Jurusan Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan. Jakarta: Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah.
- Kurniasari, Ike Oktaviana. 2015. *Analisis Efektivitas Jalur Ekspektasi Inflasi dan Jalur Suku Bunga dalam Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia*. Skripsi Jurusan Ilmu Ekonomi (Tidak Dipublikasikan). Malang: Universitas Brawijaya.
- Maski, Ghozali. 2005. *Studi Efektifitas Jalur-Jalur Transmisi Kebijakan Moneter dengan Sasaran Tunggal Inflasi (Pendekatan VAR)*. Disertasi Program Studi Ilmu Ekonomi (Tidak Dipublikasikan). Malang: Universitas Brawijaya.
- Maski, Ghozali. 2007. *Transmisi Kebijakan Moneter: Kajian Teoritis dan Empiris*. Malang: Badan Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.

- Mishkin, Frederic S. dan Posen, Adam. 1997. Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 6126* (hlm. 1-133). Cambridge: The Massachusetts Institute of Technology Press.
- Mishkin, Frederic S. 2004. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Seventh Edition, International Edition. New York: Pearson Addison Wesley Longman.
- Mishkin, Frederic S. 2007. *Monetary Policy Strategy*. Cambridge: The Massachusetts Institute of Technology Press.
- Modigliani, Franco. 1971. Monetary Policy and Consumption Linkages via Interest Rate and Wealth Effects in the FMP Model. *Conference Series No. 5* (hlm. 9-84). Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
- Mohanty, Deepak. 2012. Evidence on Interest Rate Channel of Monetary Policy Transmission in India. *RBI Working Paper No. 6* (hlm. 1-52).
- Nirmalasari, Catur Abadi. 2007. *Analisis Hubungan antara Suku Bunga SBI, Indeks Harga Saham, Investasi dan Inflasi dalam Asset Price Channel*. Tesis Bidang Ilmu Ekonomi (Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Universitas Indonesia.
- Pohan, Aulia. 2008. *Kerangka Kebijakan Moneter Dan Implementasinya Di Indonesia*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Pohan, Aulia. 2008. *Potret Kebijakan Moneter Indonesia*. Jakarta: PT. Rajagrafindo Persada.
- Prastowo, Nugroho Joko. 2008. Dampak BI Rate Terhadap Pasar Keuangan: Mengukur Signifikansi Respon Instrumen Pasar Keuangan Terhadap Kebijakan Moneter. *Bank Indonesia Working Paper No.21* (hlm. 1-61). Jakarta: Bank Indonesia.
- Ray, Partha dan Chatterjee, Somnath. 2001. The Role of Asset Prices in Indian Inflation in Recent Years: Some Conjectures. *The Bank for International Settlements Papers No. 8* (hlm. 131-150). Basel: Bank for International Settlements Information, Press & Library Services.
- Sarwono, Hartadi A. dan Warjiyo, Perry. 1998. Mencari Paradigma Baru Manajemen Moneter dalam Sistem Nilai Tukar Fleksibel: Suatu Pemikiran untuk Penerapannya di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 1, (No. 1) : 5-23. Jakarta: Bank Indonesia.
- Seprillina, Linda. 2013. *Analisis Efektivitas Instrumen Kebijakan Moneter dengan Sasaran Akhir Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia*. Skripsi Jurusan Ilmu Ekonomi (Tidak Dipublikasikan). Malang: Universitas Brawijaya.
- Taylor, John B. 1995. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspective*, Vol. 9, (No. 4) : 11-26.
- Tobin, James. 1969. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 1, (No. 1) : 15-29.
- Waiquammedee, Atchana. 2008. Changes in The Monetary Transmission Mechanism in Thailand. *The Bank for International Settlements Papers No. 35* (hlm. 451-474). Basel: Bank for International Settlements Press & Communications.
- Warjiyo, Perry, dan Zulverdi, Doddy. 1998. Penggunaan Suku Bunga sebagai Sasaran Operasional Kebijakan Moneter di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 1, (No. 1) : 25-53. Jakarta: Bank Indonesia.
- Warjiyo, Perry dan Solikin. 2003. *Kebijakan Moneter di Indonesia*. Buku Seri Kebanksentralan No. 6. Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK). Jakarta: Bank Indonesia.
- Widarjono, Agus. 2007. *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis*. Edisi Kedua. Yogyakarta: Penerbit Ekonesia Fakultas Ekonomi UII.
- Wijayanti, Kori. 2011. *Analisis Efektivitas Kebijakan Moneter di Indonesia Melalui Bank Lending Channel dan Interest Rate Channel Periode 2000.1-2008.4*. Skripsi Jurusan Ilmu Ekonomi (Tidak Dipublikasikan). Malang: Universitas Brawijaya.
- Zulverdi, Doddy. 1998. Manajemen Moneter dalam Masa Krisis. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 1, (No. 2) : 37-67. Jakarta: Bank Indonesia.
- Zulverdi, Doddy, dkk. 2000. Operasi Pengendalian Moneter yang Berbasis Suku Bunga dalam Mencapai Sasaran Inflasi. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 3, (No. 3) : 1-80. Jakarta: Bank Indonesia.