

**ANALISIS KOMPARASI MEKANISME TRANSMISI  
KEBIJAKAN MONETER KONVENSIONAL DAN  
SYARIAH SALURAN HARGA ASET TERHADAP  
INFLASI DI INDONESIA**

**JURNAL ILMIAH**

**Disusun oleh :**

**Defi Nuruliya  
165020501111037**



**JURUSAN ILMU EKONOMI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS BRAWIJAYA  
MALANG  
2020**

## LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan judul :

### **ANALISIS KOMPARASI MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER KONVENSIONAL DAN SYARIAH SALURAN HARGA ASET TERHADAP INFLASI DI INDONESIA**

Yang disusun oleh :

Nama : Defi Nuruliya  
NIM : 165020501111037  
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 30 Juni 2020.

Malang, 30 Juni 2020

Dosen Pembimbing,



**Dr. Iswan Noor, SE., ME.**

NIP. 195907101983031004

**ANALISIS KOMPARASI MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN  
MONETER KONVENSIONAL DAN SYARIAH SALURAN HARGA ASET  
TERHADAP INFLASI DI INDONESIA**

**Defi Nuruliya**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Email: defi.nuruliya9@gmail.com

***ABSTRAK***

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbandingan mekanisme transmisi kebijakan moneter konvensional dan syariah saluran harga aset terhadap inflasi menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Data yang digunakan adalah data *time series* bulanan periode Januari 2011 – Desember 2018. Proses pengolahan data menggunakan uji stasioneritas, panjang lag optimal, uji kointegrasi, *Impulse Response Function* (IRF), dan *Variance Decomposition* (VD). Hasil uji IRF menunjukkan bahwa pada model konvensional, variabel GWM dan SBI berpengaruh positif, sedangkan PUAB, obligasi, dan JUB berpengaruh negatif terhadap inflasi. Terdapat fenomena paradoks inflasi yaitu hubungan negatif antara JUB dan inflasi. Sementara itu, pada model syariah, variabel SBIS dan JUB berpengaruh positif, sedangkan GWMs, PUAS, dan sukuk berpengaruh negatif terhadap inflasi. Hasil VD menunjukkan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter konvensional saluran harga aset menurunkan inflasi sebesar 13.99%, sedangkan mekanisme transmisi kebijakan moneter syariah saluran harga aset menurunkan inflasi sebesar 9.29%.

*Kata kunci: kebijakan moneter harga aset, inflasi, VECM.*

## A. Pendahuluan

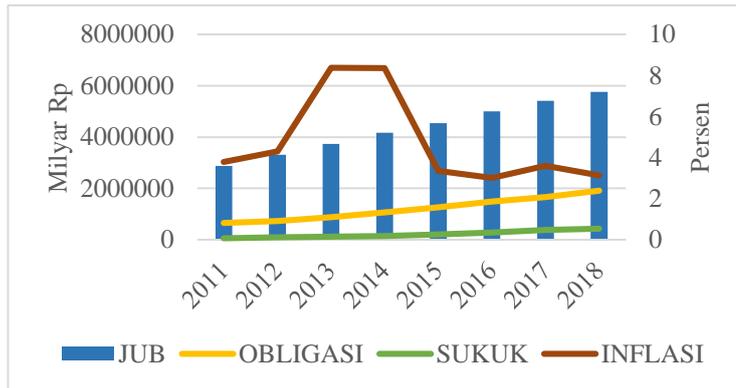
Indonesia sebagai negara dengan *dual banking system* mengharuskan bank sentralnya menerapkan kebijakan moneter ganda, yaitu kebijakan moneter konvensional yang berdampingan dengan kebijakan moneter syariah. Hal tersebut yang mendasari penerbitan UU No. 3 Tahun 2004 tentang Bank Indonesia. Menurut Ascarya (2012: 286), seiring perkembangan perbankan syariah transmisi kebijakan moneter tidak hanya berpengaruh pada perbankan konvensional karena mekanisme transmisi juga dapat melalui jalur syariah. Namun, Warjiyo (2004: 4) menjelaskan implementasi mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan “*black box*” karena prosesnya yang sangat kompleks.

Di Indonesia, inflasi menjadi sasaran akhir kebijakan moneter. Pada tingkat tertentu inflasi dibutuhkan untuk mendorong kegiatan perekonomian. Namun, laju inflasi yang tidak terkendali akan menyebabkan ketidakstabilan ekonomi. Sejak 1 Juli 2005, Bank Indonesia menerapkan kebijakan *Inflation Targeting Framework* (ITF), yaitu *framework* kebijakan moneter dengan melakukan pengumuman resmi target inflasi untuk rentang waktu tertentu. ITF menjadi respon Bank Indonesia terhadap perubahan struktural perekonomian pasca krisis dimana perkembangan suku bunga semakin dominan dibandingkan uang beredar dalam stabilisasi moneter (Kadir, 2008: 26).

Penetapan target inflasi diharapkan dapat menjadi acuan bagi pelaku ekonomi dalam melakukan kegiatan ekonominya, sehingga tingkat inflasi aktual dapat sama atau mendekati target inflasi. Jika kondisi ini terjadi maka biaya pengendalian moneter dapat diminimalkan (Kadir, 2008: 40). Penetapan target inflasi merupakan acuan bagi Bank Indonesia dalam menetapkan sasaran moneter yang selanjutnya mempengaruhi keputusan Bank Indonesia untuk menetapkan kebijakan moneter. Keberhasilan untuk mencapai target inflasi dalam kerangka ITF sangat menentukan kredibilitas Bank Indonesia.

Kebijakan moneter dapat ditempuh melalui berbagai saluran yaitu suku bunga, kredit, harga aset, nilai tukar, dan ekspektasi (Warjiyo, 2004: 14). Kebijakan moneter saluran harga aset adalah kebijakan moneter yang ditempuh akan berpengaruh terhadap perubahan harga aset lain, baik harga aset finansial (*yield* obligasi dan harga saham) maupun harga aset fisik (harga properti dan emas). Perubahan harga aset juga menyebabkan kekayaan masyarakat ikut berubah yang kemudian berpengaruh pada pengeluaran konsumsi dan investasi. Pada akhirnya, perubahan harga aset dan kekayaan masyarakat menjadi penentu tingkat output riil dan inflasi (Warjiyo, 2004: 23).

Masyarakat tidak hanya menempatkan dananya dalam bentuk simpanan di perbankan, tetapi juga pada Surat Berharga Negara (SBN). SBN terdiri dari Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Obligasi negara dan sukuk negara digunakan sebagai proksi harga aset dalam penelitian ini. Selain digunakan sebagai instrumen moneter untuk mengendalikan inflasi, kedua instrumen tersebut juga digunakan sebagai alternatif pendanaan proyek sektor riil, misalnya proyek infrastruktur, yang diharapkan akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Wulandari (2019) menyebutkan kebijakan moneter di Indonesia sangat dipengaruhi oleh tingkat suku bunga. Meskipun demikian, perubahan tingkat suku bunga juga dapat mempengaruhi harga dan volume obligasi maupun sukuk. Oleh karena itu, mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset perlu diperhatikan lebih jauh.



Sumber: Bank Indonesia (diolah), 2019.

**Gambar 1. Obligasi, Sukuk, Jumlah Uang Beredar (JUB), dan Inflasi dalam Milyar Rupiah dan Persen**

Gambar 1 menunjukkan obligasi dan sukuk dari tahun ke tahun mengalami peningkatan. Hal ini menjadi indikator bahwa investor mempunyai minat yang tinggi untuk menempatkan dananya pada aset-aset tersebut. Dikutip dari *bareksa.com*, sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2008 hingga Oktober 2018, total sukuk yang diterbitkan mencapai Rp938,68 triliun dan berkontribusi sebesar 18 persen terhadap total Surat Berharga Negara (SBN).

Penerapan *dual banking system* dalam praktik ekonomi modern menuntut penggunaan instrumen moneter yang sesuai prinsip syariah. Penelitian Bank Indonesia tahun 2007 menyimpulkan bahwa instrumen *islamic bonds* (sukuk) diperkirakan merupakan instrumen yang ideal dalam kebijakan moneter syariah. Hal ini karena sukuk akan mendukung aktivitas sektor riil sekaligus mencegah kecenderungan *financial bubble* yang telah menjadi kelaziman dalam sistem ekonomi konvensional (Solikin, 2018: 92). Transmisi kebijakan moneter syariah diperkirakan lebih efektifitas dalam mencapai sasaran akhir kebijakan moneter karena mekanisme transmisi moneter syariah terkait erat dengan sektor riil (Pratama, 2014: 82).

Penelitian Ascarya (2012) menyimpulkan bahwa kebijakan moneter syariah lebih efektif untuk menurunkan inflasi daripada kebijakan moneter konvensional. Variabel konvensional secara alamiah memicu inflasi dan menghambat pertumbuhan ekonomi. Sedangkan variabel syariah secara alamiah berkontribusi untuk menahan inflasi dan mendorong pertumbuhan ekonomi.

Penerapan kebijakan moneter ganda menimbulkan pertanyaan sistem moneter manakah yang lebih efektif dalam mengendalikan inflasi. Selain itu, penelitian ini bermaksud untuk memberikan bukti empiris baru karena menggunakan variabel dan periode penelitian yang berbeda. Oleh karena itu, rumusan masalah yang diajukan adalah “Bagaimana perbandingan efektifitas transmisi kebijakan moneter konvensional dan syariah saluran harga aset dalam menurunkan inflasi?”

## **B. Kerangka Teoritis**

### **1) Teori Inflasi**

Inflasi menjadi salah satu indikator makroekonomi yang mempengaruhi aktivitas perekonomian baik di sektor moneter maupun di sektor riil. Secara singkat, inflasi adalah harga-harga yang cenderung naik secara umum dan terus-menerus (Boediono, 2016: 161). Tingkat inflasi merupakan suatu keadaan yang mengindikasikan daya beli masyarakat yang semakin melemah dan diikuti dengan nilai riil mata uang suatu negara yang semakin merosot.

Inflasi biasanya diukur menggunakan Indeks Harga Konsumen (IHK), yaitu angka indeks yang menunjukkan tingkatan harga komoditas yang harus dibeli konsumen dalam periode tertentu. IHK dianggap mampu menggambarkan besarnya kenaikan biaya hidup konsumen yaitu berupa komoditas pokok yang biasanya dikonsumsi masyarakat.

Maski (2007: 63 – 64) menyebutkan beberapa alasan penting inflasi digunakan sebagai sasaran tunggal dalam kebijakan moneter, yaitu:

- 1) Inflasi merupakan besaran ekonomi yang mampu dipengaruhi oleh otoritas moneter dalam jangka panjang.
- 2) Tingkat inflasi yang moderat sekalipun masih dapat meningkatkan efisiensi dalam perekonomian.
- 3) Penerapan target inflasi mengharuskan bank sentral menjaga stabilitas pasar keuangan dan publik.

### **Inflasi dalam Perspektif Islam**

Al-Maqrizi (1364-1441 M) mengklasifikasikan inflasi menjadi dua yaitu, inflasi natural dan inflasi karena kesalahan manusia. Inflasi natural pada masa Rasulullah SAW dan Khulafaur Rasyidin terjadi akibat kekeringan atau peperangan. Sedangkan jenis inflasi yang kedua terjadi karena tiga hal, yaitu korupsi dan administrasi yang buruk, pajak yang berlebihan, dan jumlah uang beredar yang berlebihan. Hal ini lebih komprehensif dibandingkan pemikiran Mielton Friedman yang menganggap bahwa inflasi hanya semacam fenomena moneter (Karim, 2018).

Perhatian khusus Al-Maqrizi mengarah pada inflasi akibat berlebuhnya uang yang beredar yang menyebabkan kenaikan harga-harga, sehingga untuk membeli barang yang sama dibutuhkan lebih banyak uang. Namun, kenaikan harga jarang terjadi jika nilai barang diukur dengan dinar emas. Oleh karena itu, Al-Maqrizi mengarahkan untuk membatasi jumlah uang pada tingkat minimal. (Karim, 2018).

### **2) Kebijakan Moneter Konvensional**

Bank sentral dapat mengimplimentasikan moneter ekspansif untuk membangkitkan perekonomian yang lesu (resesi) dengan menambah jumlah uang beredar. Sebaliknya, ketika perekonomian terlalu kuat maka bank sentral akan mengimplementasikan moneter kontraktif untuk memperlambat kegiatan ekonomi dengan cara mengurangi jumlah uang yang beredar.

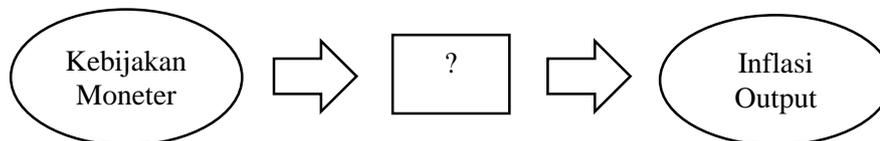
Menurut Rahardja dan Manurung (2008: 249 – 251), kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia mempunyai beberapa instrumen, yaitu:

- 1) Operasi Pasar Terbuka (OPT): jual beli surat-surat berharga oleh bank sentral, baik di pasar primer maupun pasar sekunder melalui mekanisme lelang atau nonlelang.

- 2) Fasilitas Diskonto (*Discount Rate*): Fasilitas kredit dan/atau simpanan dari bank sentral kepada perbankan dengan jaminan surat berharga dan suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral sesuai dengan arah kebijakan moneter.
- 3) Cadangan Wajib Minimum (*Reserve Requirement*): Kewajiban perbankan untuk memelihara likuiditasnya pada bank sentral sebesar persentase tertentu dalam bentuk kas, rekening giro, maupun surat berharga milik pemerintah atau bank sentral.
- 4) Imbauan Moral (*Moral Persuasion*): Otoritas moneter berwenang untuk memberikan arahan atau imbauan moral untuk mengendalikan jumlah uang beredar.

### **Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Konvensional**

Awalnya mekanisme transmisi kebijakan moneter mengacu pada peran uang dalam perekonomian yang dijelaskan dalam *Quantity Theory of Money*. Namun, implementasi mekanisme transmisi kebijakan moneter sering disebut “*black box*” dalam teori ekonomi moneter karena prosesnya yang sangat kompleks.



Sumber: Warjiyo, 2004.

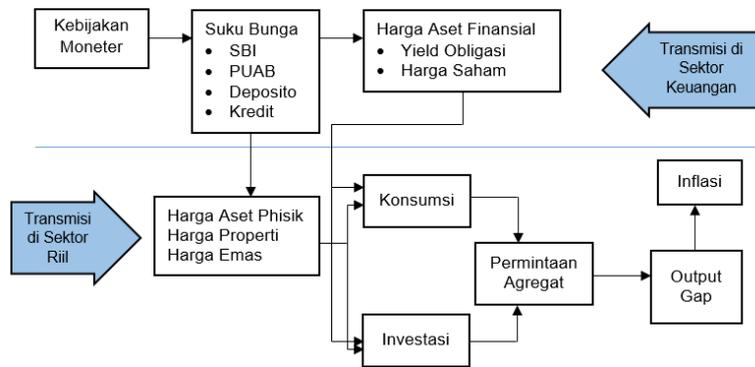
**Gambar 2. Mekanisme Transmisi Moneter sebagai “Black Box”**

Menurut Warjiyo (2004: 4), kompleksitas transmisi kebijakan moneter dipengaruhi oleh tiga faktor, yaitu:

- 1) Perilaku bank sentral, perbankan, dan para pelaku ekonomi yang dapat mengalami perubahan.
- 2) Tenggat waktu (*lag*) dibutuhkan untuk mengetahui pengaruh kebijakan moneter pada sasaran inflasi sejak kebijakan tersebut diterapkan.
- 3) Perkembangan ekonomi dan keuangan di negara yang bersangkutan dapat menyebabkan terjadinya perubahan pada saluran transmisi moneter itu sendiri.

### **Kebijakan Moneter Konvensional Saluran Harga Aset**

Kebijakan moneter saluran harga aset menegaskan bahwa perubahan harga aset akan mempengaruhi kemampuan konsumsi dan investasi yang selanjutnya akan mempengaruhi tingkat inflasi. Perkembangan harga aset terjadi karena perubahan kekayaan yang dimiliki (*wealth effect*) maupun perubahan tingkat pendapatan yang dikonsumsi (*disposable income*). Selain itu, perubahan harga aset tersebut juga mempengaruhi permintaan investasi oleh perusahaan karena perusahaan juga menghitung biaya modal yang harus dikeluarkan.



Sumber: Warjiyo, 2004.

**Gambar 3. Mekanisme Transmisi Moneter Saluran Harga Aset**

Menurut Mishkin (2017: 283 – 286), transmisi mekanisme kebijakan moneter melalui saluran harga aset lain (*other asset price effect*) dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu:

1) Efek Nilai Tukar Terhadap Ekspor Bersih

Keadaan perekonomian global mempengaruhi nilai tukar yang kemudian akan mempengaruhi ekspor bersih dan permintaan agregat. Kebijakan moneter ekspansif dengan penurunan tingkat suku bunga domestik ( $r \downarrow$ ) menyebabkan mata uang asing lebih menarik daripada mata uang rupiah. Akibatnya, nilai aset dalam rupiah akan menurun dan mengalami depresiasi ( $E \downarrow$ ). Harga barang domestik menjadi semakin murah, sehingga meningkatkan ekspor ( $NX \uparrow$ ) dan permintaan agregat ( $Y_{ad} \uparrow$ ).

2) Teori Q Tobin

Teori q Tobin menjelaskan bagaimana kebijakan moneter dapat mempengaruhi perekonomian melalui dampaknya terhadap valuasi saham. Secara sederhana, suku bunga riil obligasi yang rendah menyebabkan ekspektasi *return* obligasi tersebut juga turun. Hal ini menjadikan saham lebih menarik daripada obligasi, sehingga permintaan saham meningkat yang akhirnya juga akan meningkatkan harga saham. Dengan demikian, harga saham yang lebih tinggi ( $P_s$ ) akan mendorong pengeluaran investasi ( $I$ ).

3) Efek Kesejahteraan

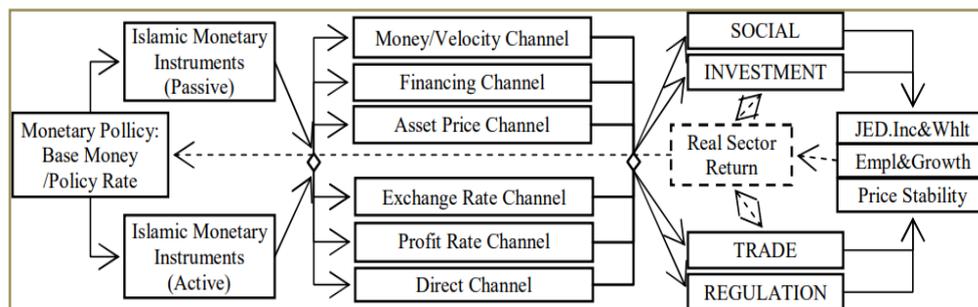
Pengeluaran konsumsi pada proses transmisi moneter saluran harga aset juga dipengaruhi oleh sumber daya konsumen dalam bentuk kekayaan aset saham. Ketika harga saham naik maka nilai kekayaan pemegang saham juga naik, sehingga konsumsi juga seharusnya meningkat.

**3) Kebijakan Moneter Syariah**

Prinsip moneter syariah adalah pelarangan riba dan *maysir* (spekulasi) supaya tingkat permintaan tidak berlebihan karena mekanisme moneter syariah bertujuan untuk menjaga jumlah uang beredar agar tidak melebihi jumlah barang dan jasa yang tersedia. Dari sisi penawaran, moneter syariah mempunyai prinsip bahwa uang tidak boleh mengendap dan harus disalurkan ke sektor riil, sehingga mekanisme moneter syariah juga menjaga tingkat penawaran tetap stabil (Solikin, 2018: 54).

Menurut Chapra (2000: 141 – 149), mekanisme kebijakan moneter syariah terdiri dari enam elemen, yaitu:

- 1) Target pertumbuhan M dan Mo: Bank sentral harus menentukan pertumbuhan peredaran uang (M) yang sesuai dengan sasaran ekonomi nasional seperti target laju pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan dengan stabilitas mata uang.
- 2) *Public Share of Demand Deposit* (Uang Giral): Sebagian uang giral bank komersial, misalnya 25 persen, dialihkan kepada pemerintah untuk memungkinkannya membiayai proyek-proyek yang bermanfaat secara sosial dimana prinsip bagi hasil tidak layak atau tidak diinginkan.
- 3) *Statutory Reserve Requirement*: Perbankan komersial wajib menahan likuiditasnya pada proporsi tertentu, misalnya 10%-20%, dari deposito dan menyimpannya di bank sentral sebagai cadangan wajib.
- 4) *Credit Ceiling* (Pembatas Kredit): Pembatasan kredit akan mempermudah bank sentral dalam melakukan ekspansi yang diinginkan pada uang daya tinggi (Mo) karena ekspansi kredit dapat melebihi batas yang diinginkan.
- 5) Alokasi Kredit yang Berorientasi kepada Nilai: Alokasi kredit harus bertujuan untuk membantu mewujudkan kemaslahatan sosial secara umum.
- 6) Teknik Lain
  - a. Menjual atau membeli saham dan sertifikat dengan prinsip bagi hasil.
  - b. Rasio pemberian kembali pembiayaan, yaitu pembiayaan oleh bank sentral kepada perbankan komersial sebagai bagian dari *qardhul hasan* yang sebelumnya diberikan bank komersial kepada bank sentral.
  - c. Rasio pemberian pinjaman, yaitu bank komersial memberikan uang sebesar persentase tertentu kepada nasabahnya sebagai *qardhul hasan*.



Sumber: Ascarya, 2014.

**Gambar 4. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Syariah**

#### 4) Hubungan Antar Variabel Pengaruh SBI dan SBIS Terhadap Inflasi

Jumlah uang beredar yang terlalu banyak akan menyebabkan ekonomi berjalan terlalu kuat dan meningkatkan inflasi. Pada kondisi tersebut Bank Indonesia akan menerapkan kebijakan moneter kontraktif. Penjualan SBI dan SBIS akan mengurangi tabungan giral masyarakat dan cadangan yang dimiliki perbankan. Artinya, jumlah uang yang beredar menjadi berkurang (Warjiyo, 2004: 29).

#### Pengaruh PUAB dan PUAS Terhadap Inflasi

Pengaruh PUAB/PUAS terhadap inflasi adalah negatif. Artinya, pada saat PUAB/PUAS meningkat maka tingkat produksi juga meningkat, sehingga penawaran barang dan jasa juga meningkat dan pada akhirnya menekan tingkat inflasi (Andarini dan Widiastuti, 2016: 479).

### **Pengaruh GWM dan GWMs Terhadap Inflasi**

Apabila Bank Indonesia meningkatkan persentase GWM maka kemampuan perbankan untuk menyalurkan kredit/pembiayaan ke masyarakat akan menurun, sehingga mengurangi jumlah uang beredar. Begitu juga sebaliknya, apabila Bank Indonesia menurunkan persentase GWM maka kemampuan perbankan dalam menyalurkan dana ke masyarakat akan meningkat, sehingga menambah jumlah uang beredar (Rahardja dan Manurung, 2008: 251).

### **Pengaruh JUB Terhadap Inflasi**

Teori permintaan uang klasik,  $MV = PT$ , menyebutkan bahwa satu-satunya penyebab peningkatan inflasi karena bertambahnya jumlah uang yang beredar. Pada kondisi tersebut, Bank Indonesia dapat menempuh kebijakan moneter kontraktif untuk memperlambat kegiatan ekonomi dengan mengurangi jumlah uang beredar (Kumala, 2017: 821).

### **Pengaruh Obligasi Terhadap Inflasi**

Berdasarkan teori Q Tobin dan teori efek kesejahteraan, suku bunga riil obligasi yang menurun menyebabkan ekspektasi *return* obligasi ikut menurun, sehingga investor lebih memilih menempatkan dananya pada instrumen saham. Peningkatan permintaan saham akan ikut meningkatkan harga saham. Harga saham yang meningkat mengindikasikan tingkat kekayaan yang bertambah, sehingga seharusnya kemampuan konsumsi dan investasi juga akan meningkat yang selanjutnya meningkatkan permintaan agregat (Mishkin, 2017: 284).

### **Pengaruh Sukuk Terhadap Inflasi**

Sukuk merupakan salah satu instrumen pada Operasi Pasar Terbuka (OPT). Apabila terjadi peningkatan inflasi karena bertambahnya jumlah uang beredar maka Bank Indonesia akan menambah penerbitan sukuk untuk menyerap likuiditas, sehingga menurunkan tingkat inflasi (Ardi, 2018: 93).

## **C. Metode Penelitian**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode deskriptif. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa data *time series* bulanan yang diperoleh dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI-BI), Statistik Perbankan Indonesia (SPI-OJK), dan Statistik Perbankan Syariah (SPS-OJK).

Metode analisis data menggunakan *Vector Auto Regression* (VAR) apabila variabel yang digunakan stasioner dan terkointegrasi pada tingkat level. Namun, apabila variabel tersebut stasioner dan terkointegrasi pada turunan pertama (*first difference*) maka akan menggunakan analisis *Vector Error Correction Model* (VECM). Alasan dipilihnya metode VAR/VECM adalah pada umumnya dampak mekanisme kebijakan moneter terhadap perkembangan sektor riil tidak memberikan dampak seketika karena membutuhkan tenggang waktu tertentu (*lag*). Langkah-langkah dalam metode analisis VAR/VECM adalah sebagai berikut.

### **1) Uji Stasioneritas Data**

Uji stasioneritas data dapat dilakukan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) pada derajat yang sama (*level* atau *difference*) hingga diperoleh suatu data yang stasioner yaitu data yang variansnya tidak terlalu besar dan mempunyai kecenderungan untuk mendekati nilai rata-ratanya (Ajija, dkk, 2019: 165). Variabel yang tidak stasioner akan meningkatkan kemungkinan terjadinya hubungan kointegrasi antar variabel. Maka pengujian kointegrasi diperlukan untuk mengetahui keberadaan hubungan tersebut (Ekananda, 2016: 267).

## 2) Panjang Lag Optimal

Penentuan *lag* optimal bisa mempengaruhi penerimaan dan penolakan hipotesis nol, mengakibatkan bias estimasi, dan bisa menghasilkan prediksi yang tidak akurat (Ekananda, 2016: 266). Untuk mengetahui panjang *lag* optimal dapat dilakukan dengan menggunakan kriteria informasi yang tersedia, yaitu *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SIC), dan *Hannan-Quin Criterion* (HQ).

## 3) Uji Kointegrasi

Jika data stasioner pada tingkat *first difference* maka perlu dilakukan pengujian untuk melihat kemungkinan terjadinya kointegrasi. Pada dasarnya konsep kointegrasi digunakan untuk melihat keseimbangan jangka panjang di antara variabel-variabel yang diobservasi. Salah satu pendekatan yang dapat digunakan dalam uji kointegrasi adalah dengan metode *Johansen System Cointegration Test*.

## 4) Impulse Response Function (IRF)

Sims (1999) dalam Ajija, dkk (2019: 168) menjelaskan bahwa fungsi IRF menggambarkan ekspektasi *k*-periode ke depan dari kesalahan prediksi suatu variabel akibat inovasi dari variabel yang lain. Dengan demikian, lamanya pengaruh dari *shock* suatu variabel terhadap variabel lain sampai pengaruhnya hilang atau kembali ke titik keseimbangan dapat dilihat atau diketahui.

## 5) Variance Decomposition (VD)

*Variance Decomposition* merupakan perangkat pada model VAR/VECM yang akan memisahkan variasi dari sejumlah variabel yang diestimasi menjadi komponen-komponen *shock* atau menjadi variabel *innovation* dengan asumsi bahwa variabel-variabel *innovation* tidak saling berkorelasi. Kemudian, VD akan memberi informasi mengenai proporsi dari pergerakan pengaruh *shock* pada sebuah variabel terhadap *shock* variabel lainnya pada periode saat ini dan periode yang akan datang (Ajija, dkk, 2019: 168).

Penelitian ini bermaksud untuk membandingkan mekanisme transmisi kebijakan moneter konvensional dan syariah dalam kerangka kebijakan moneter ganda sehingga penelitian ini mempunyai dua model yaitu.

**Tabel 1. Model Penelitian**

Model	Penjabaran
I	$IHK_t = f(SBI_t, GWM_t, PUAB_t, JUB_t, Obligasi_t)$
II	$IHK = f(SBISt, GWMst, PUASt, JUBt, Sukukt)$

Sumber: Penulis, 2019.

## D. Hasil dan Pembahasan

### 1) Hasil Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas dapat menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) *test*. Hipotesis yang digunakan pada uji stasioneritas data adalah  $H_0: p = 1$  (unit root/tidak stasioner) dan  $H_1: p < 1$  (stasioner).

**Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas Model I dan Model II**

Model I (Moneter Konvensional)			Model II (Moneter Syariah)		
Variabel	Prob. ADF		Variabel	Prob. ADF	
	Level	1 <sup>st</sup> Difference		Level	1 <sup>st</sup> Difference
LIHK	0.2485	<b>0.0000</b>	LIHK	0.2485	<b>0.0000</b>
LGWM	<b>0.0024</b>	<b>0.0001</b>	LGWMS	0.4562	<b>0.0001</b>
LSBI	0.4514	<b>0.0000</b>	LSBIS	0.6556	<b>0.0001</b>
LPUAB	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	LPUAS	0.1640	<b>0.0001</b>
LJUB	<b>0.0173</b>	<b>0.0001</b>	LJUB	<b>0.0173</b>	<b>0.0001</b>
LOBLIGASI	0.9490	<b>0.0000</b>	LSUKUK	0.6398	<b>0.0001</b>

Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

Hasil uji stasioneritas pada tingkat level menampilkan pada model I hanya variabel GWM, PUAB, dan JUB yang stasioner. Sedangkan pada model II hanya variabel JUB yang stasioner. Oleh karena itu, uji stasioneritas dilanjutkan pada tingkat 1<sup>st</sup> difference. Semua variabel pada model I dan model II mempunyai nilai probabilitas yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05, sehingga menolak Ho. Artinya, semua variabel pada model I dan model II telah stasioner pada tingkat 1<sup>st</sup> difference.

## 2) Hasil Uji Panjang Lag Optimal

Hasil uji panjang lag untuk model I menunjukkan bahwa lag optimal yang disarankan adalah lag 1. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai *Akaike Information Criterion* (AIC) paling besar.

**Tabel 3. Hasil Panjang Lag Optimal Model I (konvensional)**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	736.2215	NA	2.50e-15	-16.59594	-16.42703*	-16.52789*
1	777.6128	76.19752	2.21e-15*	<b>-16.71847*</b>	-15.53611	-16.24213
2	809.1523	53.76048*	2.48e-15	-16.61710	-14.42128	-15.73246
3	830.5905	33.61902	3.55e-15	-16.28615	-13.07687	-14.99321
4	851.3710	29.75392	5.30e-15	-15.94025	-11.71752	-14.23902
5	879.7142	36.71738	6.92e-15	-15.76623	-10.53004	-13.65670
6	909.7207	34.78025	9.16e-15	-15.63002	-9.380371	-13.11219
7	951.0458	42.26433	1.01e-14	-15.75104	-8.487941	-12.82492

Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

Sedangkan hasil uji panjang lag untuk model II menunjukkan bahwa lag optimal yang disarankan adalah lag 2. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai *Akaike Information Criterion* (AIC) paling besar.

**Tabel 4. Hasil Panjang Lag Optimal Model II (syariah)**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	469.6171	NA	1.07e-12	-10.56375	-10.36784*	-10.46870*
1	515.2714	84.04547	8.60e-13	-10.75617	-9.573803	-10.27982
2	553.6127	64.35443*	8.25e-13*	<b>-10.80938*</b>	-8.613558	-9.924738
3	581.2406	43.32560	1.03e-12	-10.61910	-7.409827	-9.326167
4	601.9722	29.68383	1.53e-12	-10.27209	-6.049361	-8.570861
5	640.0454	49.32220	1.61e-12	-10.31921	-5.083025	-8.209685
6	682.6001	49.32469	1.60e-12	-10.46818	-4.218538	-7.950358
7	711.1767	29.22611	2.34e-12	-10.29947	-3.036370	-7.373350

Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

### 3) Hasil Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi dilakukan menggunakan metode *Johansen System Cointegration Test*. Hipotesis yang digunakan dalam adalah  $H_0: r < k$  (tidak terkointegrasi) dan  $H_1: r = k$  (terkointegrasi).

Untuk melihat ada atau tidaknya kointegrasi pada suatu model dapat dilihat dari nilai probabilitas *trace statistic* dan probabilitas *maximum eigenvalue* pada *None\**. Jika nilainya lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05 berarti menolak  $H_0$ , sehingga terdapat kointegrasi pada model tersebut. Tabel 6 menunjukkan bahwa baik pada model I maupun model II mempunyai nilai probabilitas *trace statistic* dan probabilitas *maximum eigenvalue* lebih kecil dari 0.05, artinya model I dan model II terkointegrasi.

**Tabel 5. Hasil Uji Kointegrasi Model I dan II**

Hypothesized No. Of CE(s)	Model I (konvensional)		Model II (syariah)	
	Prob. Trace Statistic	Prob. Maximum Eigenvalue	Prob. Trace Statistic	Prob. Maximum Eigenvalue
None	<b>0.0005</b>	<b>0.0108</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>
At most 1	0.0261	0.1673	0.2826	0.2889
At most 2	0.1075	0.3918	0.5835	0.6880
At most 3	0.1678	0.6497	0.6224	0.5950
At most 4	0.0872	0.3506	0.7115	0.6304
At most 5	0.0183	0.0183	0.9438	0.9438

Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

### 4) Analisis VAR/VECM

VECM digunakan untuk mengetahui hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel independen terhadap variabel dependen pada suatu model. Tabel 6 menunjukkan pada model I terjadi penyesuaian dari jangka pendek ke jangka panjang yang ditunjukkan dengan parameter *error correction term* yang signifikan secara statistik. Dalam jangka panjang, hanya variabel SBI yang tidak signifikan.

**Tabel 6. Hasil VECM Model I dalam Jangka Panjang**

Jangka Panjang			
Variabel	T-Statistik	T-Tabel	Keterangan
DLIHK (-1)	-	1.98667	-
DLSBI (-1)	[0.10734]		Tidak Signifikan
DLGWM (-1)	[-4.75072]		Signifikan
DLPUAB (-1)	[6.03360]		Signifikan
DLJUB (-1)	[3.26485]		Signifikan
DLOBL (-1)	[-2.32033]		Signifikan
CointEq1	[-2.18194]		Signifikan

Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

Tabel 7 menunjukkan pada model II tidak terjadi penyesuaian dari jangka pendek ke jangka panjang yang dilihat dari parameter *error correction term* yang tidak signifikan secara statistik. Dalam jangka panjang, hanya variabel JUB dan sukuk yang signifikan.

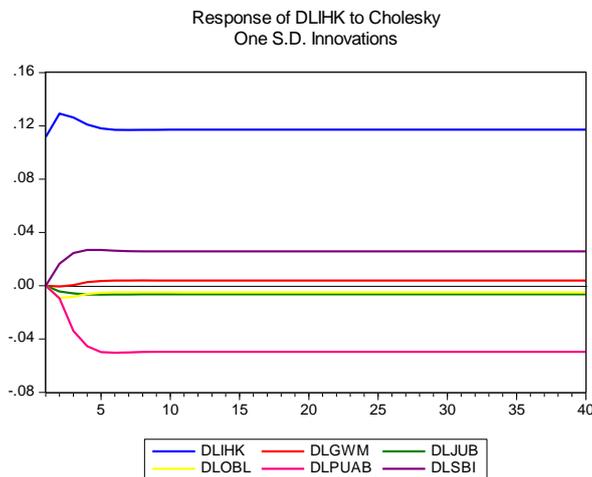
**Tabel 7. Hasil VECM Model II dalam Jangka Panjang**

Variabel	T-Statistik	T-Tabel	Keterangan
DLIHK (-1)	-	1.98667	-
DLSBIS (-1)	[-0.20392]		Tidak Signifikan
DLGWMs (-1)	[0.18944]		Tidak Signifikan
DLPUAS (-1)	[0.62947]		Tidak Signifikan
DLJUB (-1)	[-4.06881]		Signifikan
DLSKK (-1)	[5.65600]		Signifikan
CointEq1	[-1.87552]		Tidak Signifikan

Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

**5) Hasil Uji Impulse Response Function (IRF)**

IRF berguna untuk menunjukkan pengaruh *shock* suatu variabel terhadap variabel itu sendiri dan variabel lainnya. Selain itu, IRF menggambarkan perkiraan waktu yang dibutuhkan suatu variabel untuk kembali ke titik keseimbangannya. Sumbu horizontal menunjukkan lamanya periode (bulan) setelah terjadi *shock*. Sementara itu, sumbu vertikal menunjukkan nilai standar deviasi yang mengukur besarnya *response* yang akan diberikan oleh suatu variabel apabila terjadi *shock*.



Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

**Gambar 5. Hasil Uji IRF Model I**

Hasil analisis IRF pada model I (konvensional) menunjukkan bahwa IHK merespon *shock* SBI secara positif. Artinya, peningkatan SBI akan diikuti dengan peningkatan IHK. Hal ini seperti penelitian oleh Pratama (2014), Sukmana dan Wicaksana (2019), Hasna, dkk (2019), dan Saputro dan Sukmana (2017). Pratama (2014) menjelaskan bahwa SBI digunakan sebagai acuan pinjaman bank dan kredit. Tingkat suku bunga yang tinggi akan meningkatkan biaya pinjaman bank. Hal ini memaksa perusahaan meningkatkan biaya produksi sehingga menyebabkan kenaikan harga-harga dan meningkatkan inflasi.

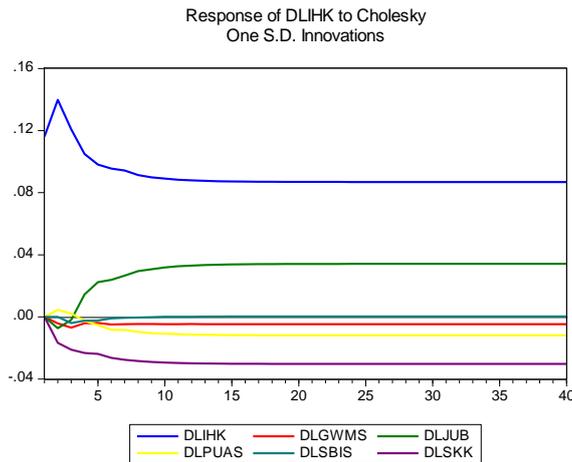
IHK merespon *shock* PUAB secara negatif. Hal ini berarti peningkatan PUAB akan menurunkan IHK. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian oleh Sudarsono (2017), Saputro dan Sukmana (2018), Sukmana dan Wicaksana (2019), dan Guntara (2016). Lebih lanjut, Guntara (2016) menjelaskan bahwa pengaruh *shock* PUAB terhadap inflasi ditransmisikan melalui suku bunga deposito dan kredit yang selanjutnya berpengaruh pada konsumsi dan investasi. Peningkatan suku bunga PUAB akan memaksa perbankan untuk ikut meningkatkan suku bunga

deposito dan kredit. Kenaikan suku bunga tersebut mengakibatkan penurunan pengeluaran investasi dan konsumsi, sehingga pada akhirnya menurunkan inflasi.

IHK merespon *shock* GWM secara positif. Artinya, peningkatan pada GWM akan menyebabkan peningkatan pada IHK. Hasil temuan ini seperti hasil penelitian Sir (2011). Namun, hal tersebut tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya. Kondisi demikian dijelaskan oleh Nabilah dan Mawardi (2016) bahwa GWM berpengaruh negatif terhadap *Base Lending Rate* (BLR). Artinya, apabila terjadi peningkatan GWM maka perbankan akan menurunkan suku bunga kredit. Penurunan suku bunga kredit tersebut akan mendorong masyarakat untuk melakukan pinjaman yang selanjutnya akan menambah JUB di masyarakat.

Analisis IRF menunjukkan bahwa *shock* pada JUB direspon secara negatif oleh IHK. Artinya, peningkatan JUB akan menyebabkan penurunan IHK. Hasil temuan tersebut disebut dengan "*The Paradox of Inflation*". Lebih lanjut, Cao (2015) menjelaskan kondisi suatu negara yang pasokan komoditasnya sama melimpahnya dengan jumlah uang yang beredar disebut "*relatively wealthy society*". Setelah tahun 1990, hubungan positif antara JUB (M2) dengan IHK semakin melemah dan bahkan menjadi negatif. Hal ini terjadi karena uang yang seharusnya beredar di sektor riil justru berada di pasar modal. Dengan demikian, pada negara "*relatively wealthy society*" inflasi bukan lagi fenomena moneter tetapi fenomena alokasi kekayaan.

IHK merespon *shock* obligasi secara negatif yang berarti peningkatan obligasi akan menyebabkan berkurangnya inflasi. Begitu juga sebaliknya, penurunan obligasi akan meningkatkan inflasi. Kondisi demikian dapat dijelaskan menggunakan teori Q Tobin dan efek kesejahteraan. Penurunan obligasi sebagai instrumen investasi terjadi karena peningkatan *BI rate*. Hal tersebut sejalan dengan penelitian oleh Sukanto dan Widaryanti (2015). Meningkatnya *BI rate* yang menurunkan ekspektasi *return* obligasi menyebabkan investor lebih memilih instrumen saham. Permintaan saham yang meningkat akan meningkatkan harga saham. Dengan demikian, meningkatnya *BI rate* akan meningkatkan harga saham yang sesuai dengan penelitian oleh Munib (2016) dan Artaya, dkk (2014). Selanjutnya, peningkatan *return* saham sebagai instrumen investasi menjadi indikator bahwa kekayaan masyarakat bertambah, sehingga meningkatkan pengeluaran investasi dan konsumsi yang juga akan meningkatkan output. Novita dan Herianingrum (2020) menjelaskan bahwa GDP (output) dan inflasi mempunyai hubungan yang positif, artinya peningkatan pada output akan memicu terjadinya peningkatan inflasi.



Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

**Gambar 5. Hasil Uji IRF Model II**

Hasil uji IRF pada model II (syariah) menunjukkan bahwa IHK merespon *shock* SBIS secara positif, meskipun pada periode ke-2 sampai ke-9 merespon secara negatif. Respon positif berarti peningkatan SBIS juga akan menyebabkan peningkatan IHK. Hal ini bertentangan dengan teori pada yang dikemukakan sebelumnya. Namun, hasil temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratama (2014), Hasna, dkk (2019), Sukmana dan Wicaksana (2019), dan Andarini (2016). Lebih lanjut, Pratama (2014) menjelaskan bahwa *return* SBIS masih mengikuti suku bunga SBI. Dengan demikian, peningkatan *return* SBIS akan meningkatkan biaya pinjaman sehingga perusahaan meningkatkan biaya produksinya yang selanjutnya akan meningkatkan harga-harga.

Guncangan (*shock*) pada PUAS direspon secara negatif oleh IHK. Artinya, peningkatan pada PUAS akan menurunkan IHK. Penelitian ini mendukung penelitian Setiawan dan Karsinah (2016) dan Sudarsono (2017). Meningkatnya PUAS disebabkan oleh peningkatan *fee* SBIS. Selanjutnya, Rusydiana (2009) menjelaskan peningkatan PUAS berpengaruh negatif terhadap pembiayaan syariah. Berkurangnya pembiayaan syariah akan mengurangi JUB yang ada di masyarakat, sehingga tingkat inflasi menurun.

IHK merespon *shock* GWMs secara negatif. Artinya, peningkatan pada GWMs akan menurunkan IHK. Hal ini sesuai teori yang ada bahwa GWMs merupakan instrumen yang digunakan Bank Indonesia untuk menjaga likuiditas perbankan dalam hal kemampuan untuk menyalurkan kredit. Jika Bank Indonesia memutuskan untuk meningkatkan persentase GWMs maka kemampuan perbankan dalam menyalurkan kredit akan menurun yang menyebabkan berkurangnya jumlah uang beredar di masyarakat. Secara tidak langsung hal tersebut akan menurunkan tingkat inflasi. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sulastriyani (2018).

Guncangan (*shock*) pada JUB direspon secara positif oleh IHK meskipun pada periode ke-2 dan ke-3 direspon secara negatif. Respon yang positif berarti peningkatan JUB juga akan menyebabkan peningkatan pada IHK. Hal tersebut sesuai dengan teori klasik/moneteris yaitu peningkatan inflasi terjadi karena bertambahnya jumlah uang beredar. Hasil penelitian ini seperti penelitian oleh Sutawijaya dan Zulfahmi (2012). Bertambahnya JUB akan memicu kenaikan harga-harga apabila tidak diikuti dengan peningkatan jumlah barang dan jasa.

IHK merespon *shock* sukuk secara negatif. Artinya, peningkatan sukuk akan menyebabkan penurunan IHK. Hasil penelitian ini seperti penelitian yang dilakukan oleh Hasna, dkk (2019) dan Suriani (2018). Selain itu, hasil penelitian ini sejalan dengan teori yang ada yaitu peningkatan sukuk akan mengurangi inflasi. Sebagai salah satu instrumen Operasi Pasar Terbuka (OPT), sukuk digunakan untuk menyerap kelebihan JUB yang tujuan akhirnya adalah menekan angka inflasi.

#### 6) Hasil Uji *Variance Decomposition* (VD)

Analisis *Variance Decomposition* (VD) digunakan untuk melihat seberapa besar komposisi pengaruh masing-masing variabel baik variabel itu sendiri maupun variabel lainnya pada periode mendatang.

**Tabel 8. Hasil *Variance Decomposition* Model I**

Period	S.E.	DLIHK	DLGWM	DLJUB	DLObligasi	DLPUAB	DLSBI
1	0.110988	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
8	0.364739	85.27368	0.049892	0.199085	0.217194	9.989546	3.270603
16	0.518043	83.65628	0.070558	0.222194	0.181141	12.26755	3.602278
24	0.635387	82.79398	0.077351	0.229812	0.169300	13.01777	3.711784
32	0.734210	82.36469	0.080733	0.233605	0.163405	13.39126	3.766300
40	0.821227	82.10771	0.082757	0.235875	0.159877	13.61484	3.798935

Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

Tabel 8 menunjukkan pada model I (konvensional) tampak bahwa pada periode pertama IHK dipengaruhi oleh variabel IHK itu sendiri sebesar 100% dan oleh variabel lainnya yaitu GWM, JUB, obligasi, PUAB, dan SBI yang semuanya bernilai 0%. Selanjutnya hingga periode ke-40 tampak bahwa kontribusi pengaruh variabel IHK itu sendiri terhadap IHK semakin berkurang sehingga menjadi 82.10%. Sedangkan variabel lainnya semakin besar berkontribusi terhadap IHK yaitu GWM sebesar 0.08%, JUB sebesar 0.23%, obligasi sebesar 0.15%, PUAB sebesar 13.61%, dan SBI sebesar 3.79%.

**Tabel 9. Hasil *Variance Decomposition* Model II**

Period	S.E.	DLIHK	DLGWMs	DLJUB	DLPUAS	DLSBIS	DLSukuk
1	0.116484	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
8	0.319677	92.65807	0.161105	2.851968	0.282247	0.028279	4.018329
16	0.425718	86.50656	0.205059	6.384737	0.722565	0.016142	6.184342
24	0.509567	83.68089	0.196133	8.039931	0.934468	0.011567	7.137013
32	0.581422	82.14913	0.201780	8.938369	1.049716	0.009130	7.651876
40	0.645324	81.19333	0.205302	9.499028	1.121648	0.007610	7.973079

Sumber: Hasil Estimasi Eviews 9 (diolah), 2020.

Tabel 9 menunjukkan pada model II (syariah) tampak bahwa pada periode pertama IHK dipengaruhi oleh IHK itu sendiri sebesar 100%. Sedangkan, variabel independennya yaitu GWMs, JUB, PUAS, SBIS, dan SUKUK hanya berkontribusi sebesar 0%. Namun, pada periode ke-40, kontribusi pengaruh dari IHK itu sendiri semakin berkurang sehingga menjadi sebesar 81.19%. Sedangkan kontribusi pengaruh dari variabel independen semakin besar yaitu GWMs sebesar 0.20%, JUB sebesar 9.49%, PUAS sebesar 1.12%, SBIS sebesar 0.007%, dan SUKUK sebesar 7.97%.

## **E. Kesimpulan dan Saran**

### **Kesimpulan**

1. Pada model I (konvensional), hasil uji IRF menunjukkan bahwa IHK merespon *shock* GWM dan SBI secara positif, tetapi IHK merespon *shock* PUAB, JUB, dan obligasi secara negatif. Terdapat fenomena “The Paradox of Inflation” yaitu hubungan negatif antara JUB dan inflasi. Berdasarkan hasil VD, GWM dan SBI menyumbang inflasi, tetapi variabel PUAB, JUB, dan obligasi menghambat inflasi. Secara keseluruhan, model I mendorong inflasi sebesar 3.87% dan menghambat inflasi sebesar 13.99%.
2. Pada model II (syariah), hasil uji IRF menunjukkan bahwa IHK merespon *shock* SBIS dan JUB secara positif, tetapi IHK merespon *shock* PUAS, GWMs, dan sukuk secara negatif. Berdasarkan hasil VD, SBIS dan JUB mendorong inflasi, tetapi GWMs, PUAS, dan sukuk menghambat inflasi. Secara keseluruhan, model II mendorong inflasi sebesar 9.49% dan menghambat inflasi sebesar 9.29%.
3. Secara keseluruhan, model I menurunkan inflasi sebesar 13.99%, sedangkan model II menurunkan inflasi sebesar 9.29%. Dengan demikian, mekanisme transmisi kebijakan moneter konvensional lebih efektif dalam mengurangi inflasi.

### **Saran**

1. Meskipun saluran suku bunga sangat dominan, tetapi instrumen harga aset juga mampu berkontribusi cukup besar dalam menurunkan inflasi. Selain sebagai instrumen moneter untuk mengendalikan inflasi, obligasi dan sukuk sangat erat kaitannya dengan sektor riil yaitu pembiayaan proyek infrastruktur yang nantinya diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Oleh sebab itu, pemerintah dan otoritas moneter sebaiknya mempertahankan penggunaan dan terus mengembangkan instrumen obligasi dan sukuk dalam rangka menurunkan inflasi dan alternatif pembiayaan proyek.
2. Instrumen SBI dan SBIS dalam penelitian ini dan beberapa penelitian lain berpengaruh positif, dalam arti meningkatkan inflasi. Hal ini tidak terlepas dari peran SBI dan SBIS sebagai acuan suku bunga atau imbal hasil pinjaman bank dan kredit. Meningkatnya suku bunga akan memaksa perusahaan meningkatkan biaya produksi dan menyebabkan peningkatan harga-harga. Hal ini tidak sesuai dengan maksud Operasi Pasar Terbuka (OPT) yaitu peningkatan SBI dan SBIS bertujuan untuk menyerap likuiditas. Untuk itu, pemerintah dan otoritas moneter perlu meninjau kembali penggunaan SBI dan SBIS sebagai instrumen OPT.
3. Penelitian yang akan datang disarankan untuk menggunakan variabel lain sebagai proksi dari harga aset misalnya saham (konvensional dan syariah), emas, atau properti.

### **UCAPAN TERIMA KASIH**

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

## DAFTAR PUSTAKA

- Ajija, Shochrul R., dkk. 2019. *Cara Cerdas Menguasai EvIEWS*. Jakarta: Salemba Empat.
- Andarini, Marisa Ayu., Tika Widiastuti. 2016. Pengaruh SBIS dan PUAS terhadap tingkat inflasi melalui operasi moneter syariah pada periode 2011 – 2015. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, Vol.3, (No.6) : 474 – 489.
- Ardi, Muhammad. 2018. Pengaruh sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. *Iqtishaduna*, Vol.IX, (No.1) : 85 – 97.
- Ascarya. 2012. Alur Transmisi dan Efektivitas Kebijakan Moneter Ganda di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol.14, (No.3): 283 – 316.
- Boediono. 2016. *Ekonomi Moneter*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Cao, Tong. 2015. *Paradox of Inflation: The Study on Correlation between Money Supply and Inflation in New Era*. DISERTASI. Arizona State University.
- Chapra, M. Umer. 2000. *Sistem Moneter Islam (terjemahan dari Towards A Just Monetary System)*. Jakarta: Gema Insani Press.
- Ekananda, Mahyus. 2016. *Analisis Ekonometrika Time Series Edisi 2*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Guntara, M. A., 2016. Komparasi mekanisme kebijakan moneter syariah dan konvensional terhadap inflasi dan pertumbuhan ekonomi di Indonesia tahun 2007 – 2014. *Prosiding Ilmu Ekonomi*, Vol. 2, (No. 2) : 189 – 196.
- Hasna, S.N., et al. 2019. *Comparrison effectiveness of conventional and islamic monetary policies to controlling inflation in Indonesia period 2012 – 2018. The 2nd International Conference on Islamic Economics, Business, and Philanthropy (ICIEB) Theme: “Sustainability and Socio Economic Growth”*, KnE Social Science, Vol. 2019 : 32 – 54.
- Kadir, M. A., et al. 2008. *Seri Kebanksentralan No.21: Penerapan Kebijakan Moneter dalam Kerangka Inflation Targeting di Indonesia*. Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia.
- Karim, Adiwarmar A. 2018. *Ekonomi Islam: Suatu Kajian Kontemporer*. Depok: Gema Insani.
- Maski, Ghozali. 2007. *Transmisi Kebijakan Moneter: Kajian Teoritis dan Empiris*. Malang: Badan Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.

- Mishkin, Frederic S. 2017. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan (terjemahan)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Nabilah, H., Mawardi, Wisnu. 2016. Pengaruh giro wajib minimum, suku bunga deposito berjangka, dana pihak ketiga, dan *cost of loanable funds* terhadap *base lending rate*. *Jurnal Studi Manajemen & Organisasi*, Vol. 13 : 131 – 139.
- Novita., Herianingrum, Sri. 2020. Pengaruh GDP, ekspor, dan investasi terhadap inflasi di lima negara anggota IDB. *Jurnal Ekonomi*, Vol. XXV, (No. 01) : 81 – 98.
- Pratama, Yoghi Citra. 2014. Effectiveness of conventional and syariah monetary policy transmission. *Tazkia Islamic Finance and Business Review*, Vol.8.1 : (79 – 96).
- Rahardja, Pratama., Mandala Manurung. 2008. *Teori Ekonomi Makro (Edisi 4)*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Rusydiana, A. S. 2009. Mekanisme transmisi syariah pada sistem moneter ganda di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 345 – 367.
- Sir, Y.A. 2011. Pengaruh cadangan wajib minimum dan tingkat suku bunga terhadap inflasi di Indonesia. *Jejak*, Vol. 5, (No. 1) : 82 – 89.
- Solikin, et al. 2018. *Kebijakan Moneter Syariah Dalam Sistem Keuangan Ganda: Teori dan Praktik*. Jakarta: Tazkia Publishing.
- Sudarsono, Heri. 2017. Analisis efektivitas transmisi kebijakan moneter konvensional dan syariah dalam mempengaruhi tingkat inflasi. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, Vol. 3, (No. 2) : 53 – 64.
- Sukmana, R., Wicaksana, A.A.F. 2019. *Monetary policy and inflation in Indonesia: the role of dual banking system. The 2nd International Conference on Islamic Economics, Business, and Philanthropy (ICIEB) Theme: "Sustainability and Socio Economic Growth"*, KnE Social Science, Vol. 2019 : 71 – 84.
- Warjiyo, Perry. 2004. *Seri Kebanksentralan No. 11: Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia*. Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia.
- Wulandari, NS. 2019. A comparative study of Indonesian and Malaysian monetary policy. *The International Journal of Business Review (The Jobs Review)*, Vol. 2, (No.1) : 47 – 56.