

MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER SYARIAH DI INDONESIA

Amin Akbar

Universitas Islam Negeri Sumatera Utara
amieenakbar05@gmail.com

Irsan Al Fadhil Nasution

Universitas Islam Negeri Sumatera Utara
irsanalfadhil0@gmail.com

Muhammad Ilzam Harahap

Universitas Islam Negeri Sumatera Utara
ilzam.harahap15@gmail.com

Rafi Husin Harahap

Universitas Islam Negeri Sumatera Utara
harahaprafi02@gmail.com

Khairina Tambunan

Universitas Islam Negeri Sumatera Utara
khairinatambunan@uinsu.ac.id

Alamat: Jl. Kapten Muchtar Basri No.3, Glugur Darat II, Kec. Medan Tim.,
Kota Medan, Sumatera Utara 20238

Korespondensi penulis: amieenakbar05@gmail.com

Abstract

This study aims to identify the monetary transmission process of the financial mechanism of Islamic Islamic banks in Indonesia and prove whether the Islamic financing mechanism will create an imbalance between the private sector and the monetary sector, causing a decrease in the level of inflation. The variables in this research are inflation rate, iPUAS, iSBIS and syariah financing from bank syariah use data time series. The data was analyzed using the iVAR. The results of this study show that in the short term the number of iPUAS, the number of iSBIS and the amount of i-Islamic Islamic banking finance has a stable relationship to increasing inflation.

Keywords: *monetary transmission, PUAS, SBIS, sharia*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi proses transmisi moneter dari mekanisme keuangan bank Islam syariah di Indonesia dan membuktikan apakah mekanisme pembiayaan syariah akan menciptakan keseimbangan antara sektor riil dan moneter, menyebabkan penurunan tingkat inflasi. Variabel penelitian ini adalah tingkat inflasi, PUAS, SBIS dan pembiayaan syariah dari bank syariah menggunakan data time series. Data dianalisis dengan menggunakan VAR tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa

Received Oktober 30, 2022; Revised November 22, 2022; Acepted Desember 29, 2022

*Corresponding author, e-mail amieenakbar05@gmail.com

dalam jangka pendek jumlah PUAS, jumlah SBIS dan jumlah keuangan bank Islam syariah dalam hubungan yang stabil untuk the rate inflasi.

Kata kunci: transmisi moneter, PUAS, SBIS, syariah

Pendahuluan

Kebijakan moneter yang dilakukan oleh bank sentral melalui mekanisme transmisi bertujuan untuk memengaruhi kegiatan ekonomi riil dan harga. Oleh karena itu, bank sentral selaku pelaksana otoritas moneter pada sebuah negara harus memiliki pemahaman yang jelas tentang mekanisme transmisi kebijakan moneter yang berlaku di negara tersebut. Mekanisme transmisi kebijakan moneter akan bekerja melalui berbagai instrumen, antara lain: suku bunga, agregat moneter, kredit, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi.¹

Dalam tataran teori ekonomi moneter dan prakteknya di berbagai bank sentral, transmisi kebijakan moneter juga selalu menjadi topik yang penting dan menarik perhatian para ekonom dan otoritas moneter. Hal ini antara lain tercermin pada dua pertanyaan yang dikemukakan Bernanke dan Blinder (1992, hlm. 901), yaitu:

1. apakah kebijakan moneter dapat mempengaruhi ekonomi riil di samping pengaruhnya terhadap harga, dan
2. jika ya, melalui mekanisme transmisi seperti apa pengaruh kebijakan moneter terhadap ekonomi tersebut terjadi.

Kedua pertanyaan ini merupakan permasalahan yang penting dan kontroversial baik dalam perumusan dan pelaksanaan kebijakan moneter oleh bank sentral maupun dalam pembahasan teori ekonomi moneter oleh para ekonom.

Dalam konteks Indonesia, pertanyaan mengenai bagaimana mekanisme transmisi kebijakan moneter yang dilakukan Bank Indonesia sebagai otoritas moneter dapat mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi dan keuangan juga sering muncul di masyarakat. Sesuai UU No. 23 Tahun 1999 yang telah diamandemen dengan UU No. 3 Tahun 2004, tujuan Bank Indonesia adalah mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah, yaitu kestabilan harga (inflasi) dan nilai tukar rupiah. Dalam melaksanakan kebijakan moneter Bank Indonesia mempunyai instrumen moneter antara lain Operasi Pasar Terbuka (OPT), intervensi rupiah, sterilisasi valuta asing, fasilitas diskonto, Giro Wajib Minimum (GWM), dan Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI).² Pertanyaannya adalah bagaimana mekanisme transmisi yang terjadi dari sejak instrumen moneter ini ditempuh Bank Indonesia hingga kemudian mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi dan keuangan dan pada akhirnya dapat mencapai tujuan akhir kebijakan moneter tersebut.

¹ Ascarya, "Alur Transmisi dan Efektifitas Kebijakan Moneter Ganda Di Indonesia", Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Vol. 14 (Jakarta: BI, 2012) h. 284

Pemberitaan mengenai kebijakan moneter bank sentral pada umumnya selalu menarik perhatian masyarakat. Pernyataan Alan Greenspan, Ketua *The Federal Reserve System* Amerika Serikat (AS), pada tanggal 6 Mei 2004 mengenai kemungkinan akan adanya kenaikan suku bunga karena indikasi meningkatnya tekanan inflasi sehubungan dengan tingginya harga minyak dunia dan terlalu cepatnya kenaikan ekonomi AS, misalnya, telah disambut dengan turunnya harga saham di *Wall Street* dan menguatnya nilai tukar dolar di pasar valuta asing. Perkembangan itu kemudian dengan segera diikuti pula oleh penurunan harga saham dan pelemahan nilai tukar mata uang di berbagai negara, termasuk di Indonesia. Sementara itu, di Indonesia pernyataan Gubernur Bank Indonesia, Burhanuddin Abdullah, pada tanggal 18 Mei 2004 bahwa beberapa bank asing pelaku pasar valuta asing telah diberi peringatan dan bahwa suku bunga SBI dapat saja naik apabila pelemahan rupiah terus berlangsung dan tekanan inflasi meningkat, telah diikuti dengan relatif stabilnya nilai tukar rupiah dan peningkatan kembali harga saham di Indonesia yang melemah setelah pernyataan Greenspan.

Kebijakan moneter suatu bank sentral atau otoritas moneter dimaksudkan untuk mempengaruhi kegiatan ekonomi riil dan harga melalui mekanisme transmisi yang terjadi. Untuk itu, otoritas moneter harus memiliki pemahaman yang jelas tentang mekanisme transmisi di negaranya. Mekanisme transmisi kebijakan moneter dapat bekerja melalui berbagai saluran, seperti suku bunga, agregat moneter, kredit, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi. Sehingga, 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. Bank Indonesia sebagai otoritas moneter, melalui pasar operasi, menggunakan suku bunga Bank Sentral sebagai instrumen untuk mempengaruhi permintaan kredit/utang sehingga akan menyebabkan permintaan agregat yang sesuai. Mekanisme transmisi melalui jalur suku bunga dimulai dari suku bunga jangka pendek kemudian menyebar ke jangka menengah dan bunga jangka panjang.

Ketika kebijakan moneter ketat diterapkan oleh pemerintah, suku bunga meningkat akan menyebabkan penurunan di beberapa sektor yang terkait dengan industri perbankan akibat kenaikan harga. Dari perspektif debitur, situasi penurunan tersebut disebabkan oleh risiko tambahan yang dihadapi oleh debitur karena biaya bunga tambahan sementara pendapatan mereka tetap atau bahkan berkurang. Dalam kondisi di mana substitusi tidak sempurna terjadi antara obligasi dan pinjaman akan menyebabkan kedua instrumen ini memiliki karakter yang koeksistensi. Hasilnya adalah, perubahan suku bunga tidak akan mendorong perilaku investasi debitur beralih ke obligasi. Di sisi lain, kebijakan moneter yang ketat akan mendorong debitur untuk berpindah dari pinjaman berisiko untuk obligasi yang aman sehingga menyebabkan permintaan agregat menurun selaras dengan investor dan debitur mengurangi jumlah investasi mereka.

Dalam sistem keuangan Islam, keseimbangan antara kegiatan ekonomi riil dengan jumlah uang beredar perlu dijaga. Karena kegiatan yang tinggi dalam produksi dan distribusi akan meningkatkan jumlah uang beredar, sedangkan kegiatan ekonomi yang lesu akan mengakibatkan rendahnya perputaran dan jumlah uang beredar. Salah satu instrumen yang digunakan untuk menjaga keseimbangan antara aktivitas ekonomi riil dengan tinggi rendahnya jumlah uang beredar adalah melalui sistem perbankan yang berbasis syariah.²

Kajian Teori

Sistem Moneter Konvensional

Dalam dunia yang didominasi oleh ekonomi dan keuangan kapitalis (konvensional), kebijakan moneter yang dikenal luas adalah kebijakan moneter dalam perspektif konvensional. Sejak 30 tahun terakhir, ekonomi dan keuangan Islam telah secara bertahap diterapkan di berbagai negara, secara tunggal maupun berdampingan dengan yang konvensional. Dengan semakin besar dan signifikannya ekonomi dan keuangan Islam, kebijakan moneter dalam perspektif Islam juga ikut berkembang.

Di negara-negara yang menerapkan sistem keuangan ganda, seperti Pakistan, Malaysia dan Indonesia, bank sentralnya harus melakukan kebijakan moneter konvensional maupun kebijakan moneter Islam untuk dapat secara efektif mempengaruhi situasi makroekonomi secara menyeluruh.

Berbicara tentang moneter tentunya adalah berbicara tentang uang. Secara hukum, uang adalah segala sesuatu yang dirumuskan oleh undang-undang sebagai uang. Artinya segala sesuatu dapat diterima sebagai uang jika ada aturan atau hukum yang menyatakan bahwa sesuatu itu dapat digunakan sebagai alat tukar. Fungsi utama uang dalam sudut pandang konvensional, meliputi;

1. Sebagai alat tukar (*medium of exchange*),
2. Sebagai satuan hitung (*unit of account*),
3. Sebagai alat penyimpan/penimbun kekayaan (*store of value*).

Terdapat beberapa teori yang digunakan untuk menjelaskan perilaku uang dalam perspektif konvensional, antara lain:³

1. Teori moneter klasik, teori ini tercermin dari teori kuantitas uang ($MV = PT$), dimana keberadaan uang tidak dipengaruhi oleh suku bunga, tetapi ditentukan oleh kecepatan perputaran uang tersebut.
2. Teori Keynes, menjelaskan bahwa motif seseorang untuk memegang uang adalah untuk transaksi (*transaction*), berjagajaga (*precautionary*), dan

² Ibid., h. 169.

³ Mahmud dan Rukmana, Bank..., h. 44.

spekulasi (*speculative*). Motif transaksi dan berjaga-jaga ditentukan oleh tingkat pendapatan, sedangkan motif spekulasi ditentukan oleh tingkat suku bunga.

3. Konsep *time value of money*, alasan utama munculnya konsep ini adalah *presence of inflation* dan *preference present consumption to future consumption*

Pelaksanaan kebijakan moneter yang dilakukan oleh otoritas moneter sebagai pemegang kendali money supply dalam rangka mencapai tujuan kebijakan moneter dilakukan dengan menetapkan target-target tertentu dan instrumen yang digunakan untuk mencapai target tersebut. Instrumen kebijakan moneter konvensional antara lain;

1. Kebijakan pasar terbuka (*open market operation*),
2. Penentuan cadangan wajib minimum (*reserve requirement*),
3. Penentuan *discount rate*,
4. Moral suasion.

Sistem Moneter Syariah

Berdasarkan konsep Islam, uang merupakan milik masyarakat (*public goods*). Penimbunan terhadap uang atau aktivitas yang tidak memproduksi uang akan mengakibatkan jumlah uang beredar berkurang, sehingga proses perekonomian akan terhambat. Di sisi lain penumpukan uang/harta akan mendorong manusia pada sifat tamak dan malas, serta akan berimbas terhadap kelangsungan perekonomian. Hal ini sebagaimana telah dijelaskan Allah dalam Alquran surat at-Taubah ayat 34-35. Artinya: "...dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menafkahkannya pada jalan Allah, Maka beritahukanlah kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih,...(at-Taubah/9: 34-35).⁴

Di samping itu, uang yang tidak dimanfaatkan pada sektor produktif (*idle asset*) akan berkurang karena adanya kewajiban zakat yang harus dikeluarkan. Oleh karena itu, uang harus berputar (*money as flow concept*) agar menimbulkan kemakmuran ekonomi masyarakat. Dalam Islam, uang hanya berfungsi sebagai alat tukar (*medium of exchange*) dan satuan hitung (*unit of account*), sehingga tidak dibenarkan fungsi uang sebagai komoditas yang diperdagangkan.

Sehubungan dengan kebijakan moneter, secara prinsip tujuan kebijakan moneter syariah tidak berbeda dengan moneter konvensional, yaitu menjaga stabilitas mata uang (baik secara internal maupun eksternal) sehingga pertumbuhan ekonomi yang diharapkan

⁴ Departemen Agama RI, Alquran dan Terjemahan (Bandung: CV. Penerbit J-ART, 2005), h.

dapat tercapai. Stabilitas nilai uang yang dimaksud, telah digambarkan Allah dalam surat al-An'am ayat 152. Sementara itu, sehubungan dengan stabilitas nilai uang, Umar Chapra dalam "Alquran Menuju Sistem Moneter yang Adil" menjelaskan bahwa kerangka kebijakan moneter dalam Islam adalah stok uang. Sasarannya harus mampu menjamin bahwa pengembangan moneter tidak berlebihan, namun dapat mengeksploitasi perekonomian demi kesejahteraan sosial.

Meskipun tujuan akhir dari kedua sistem ini sama, namun dalam pelaksanaannya secara prinsip jelas berbeda terutama tentang instrumen yang digunakan untuk mencapai tujuan akhir. Perbedaan mendasar antara kedua jenis instrumen yang digunakan terletak pada prinsip syariah yang tidak membolehkan penerapan jaminan terhadap nilai nominal maupun rate return (suku bunga). Akan tetapi, sistem moneter Islam menerapkan adanya pembagian keuntungan dan kerugian (profit and loss sharing). Besar kecilnya pembagian keuntungan yang diperoleh nasabah tergantung kepada besar kecilnya keuntungan yang diperoleh bank dari aktivitas

Dalam sistem keuangan Islam, keseimbangan antara kegiatan ekonomi riil dengan jumlah uang beredar perlu dijaga. Karena kegiatan yang tinggi dalam produksi dan distribusi akan meningkatkan jumlah uang beredar, sedangkan kegiatan ekonomi yang lesu akan mengakibatkan rendahnya perputaran dan jumlah uang beredar. Salah satu instrumen yang digunakan untuk menjaga keseimbangan antara aktivitas ekonomi riil dengan tinggi rendahnya jumlah uang beredar adalah melalui sistem perbankan yang berbasis syariah⁵

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter pada dasarnya menggambarkan bagaimana kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral memengaruhi aktivitas ekonomi dan keuangan sehingga dapat mencapai tujuan akhir yang ditetapkan. Mekanisme ini dimulai dari tindakan bank sentral menggunakan instrumen moneter sehingga berpengaruh terhadap aktivitas ekonomi dan keuangan melalui berbagai saluran transmisi kebijakan moneter yang ada. Di bidang keuangan, kebijakan moneter berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga, nilai tukar, harga saham, volume simpanan di bank, dan kredit yang disalurkan. Sementara di sektor riil memengaruhi perkembangan konsumsi, investasi, ekspor dan impor, hingga pertumbuhan ekonomi dan inflasi sebagai sasaran akhir kebijakan moneter.

Mekanisme transmisi moneter dimulai dari tindakan bank sentral dengan menggunakan instrumen moneter, apakah OPT atau yang lain, dalam melaksanakan kebijakan moneternya. Tindakan itu kemudian berpengaruh terhadap aktivitas ekonomi dan keuangan melalui

⁵ Ibid., h. 169.

berbagai saluran transmisi kebijakan moneter, yaitu saluran uang, kredit, suku bunga, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi. Di bidang keuangan, kebijakan moneter berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga, nilai tukar, dan harga saham di samping volume dana masyarakat yang disimpan di bank, kredit yang disalurkan bank kepada dunia usaha, penanaman dana pada obligasi, saham maupun sekuritas lainnya. Sementara itu, di sektor ekonomi riil kebijakan moneter selanjutnya mempengaruhi perkembangan konsumsi, investasi, ekspor dan impor, hingga pertumbuhan ekonomi dan inflasi yang merupakan sasaran akhir kebijakan moneter.

Pada kenyataannya, mekanisme ini merupakan sebuah proses yang kompleks, karena transmisi banyak dipengaruhi oleh tiga faktor, yaitu pertama; pertumbuhan perilaku bank sentral, perbankan, dan pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan, kedua; lamanya tenggang waktu (lag) sejak kebijakan moneter ditempuh hingga sasaran akhir (inflasi) tercapai, ketiga; terjadinya perubahan pada saluran transmisi moneter sesuai perkembangan ekonomi dan keuangan suatu Negara.⁶

Kompleksitas mekanisme transmisi juga berkaitan dengan perubahan pada peran dan cara bekerjanya saluran-saluran transmisi moneter dalam perekonomian. Pada perekonomian yang tradisional dengan peran perbankan yang masih dominan dan produknya yang relatif belum berkembang, biasanya peranan saluran uang juga masih dominan dengan pola hubungan antara berbagai aktivitas ekonomi yang relatif stabil pula. Namun demikian, dengan semakin berkembangnya perbankan dan pasar keuangan, semakin banyak pula produk keuangan yang ditransaksikan dengan jenis transaksi keuangan yang semakin bervariasi pula. Demikian pula pada perekonomian yang terbuka, perkembangan ekonomi dan keuangan di suatu negara akan dipengaruhi pula oleh perkembangan ekonomi dan keuangan di negara lain yang terjadi antara lain melalui perubahan nilai tukar, volume ekspor dan impor, ataupun besarnya arus dana masuk dan keluar dari negara yang bersangkutan. Pada kondisi demikian, peranan saluran yang lain, seperti suku bunga, kredit, dan nilai tukar juga menjadi semakin penting dalam transmisi kebijakan moneter. Peranan saluran harga aset lainnya, seperti obligasi dan saham, dan saluran ekspektasi juga semakin perlu diperhatikan.

Pendekatan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran nilai tukar, sama seperti saluran suku bunga, menekankan pentingnya aspek perubahan harga aset finansial terhadap berbagai aktivitas perekonomian, dalam hal ini valuta asing. Mengenai interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan para pelaku ekonomi dalam proses perputaran uang, pada tahap awal dimulai dari operasi moneter oleh bank sentral. Operasi moneter ini akan mempengaruhi, baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap perkembangan nilai tukar. Pengaruh langsung terjadi melalui intervensi, jual atau beli,

⁶ Veithzal Rivai, *Islamic Financial Management* (Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada, 2007), h. 171-172.

valuta asing dalam rangka stabilitas nilai tukar. Sementara pengaruh tidak langsung terjadi karena operasi moneter oleh bank sentral mempengaruhi perkembangan suku bunga di pasar uang dalam negeri sehingga mempengaruhi perbedaan suku bunga di dalam negeri dan suku bunga di luar negeri (interest rate differential), yang selanjutnya akan mempengaruhi besarnya aliran dana dari dan ke luar negeri.

Transmisi Kebijakan Moneter Islam

Salah satu pionir pengembang teori ekonomi moneter Islam kontemporer adalah Muhammad Umer Chapra dengan bukunya *Towards a Just Monetary System* (1985). Setting institusi keuangan Islam kontemporer tidak jauh berbeda dengan setting institusi keuangan konvensional yang sudah mapan, sehingga instrumen-instrumen kebijakan moneter Islam juga banyak yang mirip dengan instrumen-instrumen kebijakan moneter konvensional. Namun, karena cara kerja instrumen kebijakan moneter Islam memiliki persamaan dan perbedaan prinsip dengan cara kerja instrumen kebijakan moneter konvensional, transmisi kebijakan moneter Islam dapat sama atau berbeda dengan transmisi kebijakan moneter konvensional. Chapra (1985) tidak mendiskusikan secara spesifik masalah transmisi kebijakan moneter Islam ini. Perkembangan teori moneter Islam selanjutnya juga belum ada yang menyinggung tentang transmisi kebijakan moneter Islam, termasuk pass-through atau jalur-jalurnya.

Interaksi di pasar keuangan

Interaksi melalui pasar keuangan terjadi karena di satu sisi bank sentral melakukan pengendalian moneter melalui transaksi keuangan yang dilakukan dengan perbankan sesuai dengan arah dan sasaran kebijakan moneter yang telah ditetapkannya. Sementara di sisi lain, perbankan dan lembaga keuangan lainnya melakukan transaksi keuangan untuk portfolio investasinya baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabahnya. Interaksi ini dapat terjadi baik melalui pasar uang rupiah, pasar uang valuta asing, maupun pasar modal. Adanya interaksi antara bank sentral dengan perbankan seperti ini akan berpengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap perkembangan volume maupun harga-harga (suku bunga, nilai tukar, yield obligasi ataupun harga saham) yang terjadi di ketiga pasar keuangan tersebut.

Secara lebih rinci terjadinya interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan pengaruhnya terhadap pasar keuangan dapat dijelaskan sebagai berikut. Interaksi di pasar uang rupiah terjadi ketika bank sentral, dalam melaksanakan kebijakan moneter untuk mencapai sasaran akhir, melakukan operasi moneter untuk mencapai sasaran operasional yang ditetapkan, apakah target uang primer atau suku bunga jangka pendek. Sementara itu, bank-bank dalam pengelolaan likuiditasnya melakukan transaksi di pasar uang rupiah

untuk menjaga posisi rekeningnya di bank sentral (*bank reserve position*) sesuai dengan ketentuan GWM yang ditetapkan, penanaman dana dalam surat-surat berharga, maupun untuk pinjam-meminjam antarbank (PUAB). Interaksi demikian akan berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga jangka pendek seperti suku bunga PUAB dan SBI, posisi uang primer dan bank reserve, transaksi dan posisi investasi pada sekuritas jangka pendek seperti volume PUAB, SBI, dan Treasury bills. Sebagai contoh, dalam hal bank sentral ingin melakukan pelonggaran kebijakan moneter, ekspansi moneter yang dilakukannya akan meningkatkan likuiditas di pasar uang rupiah sehingga suku bunga SBI dan PUAB akan menurun.

Interaksi di pasar uang valuta asing terjadi ketika di satu sisi bank sentral dalam kondisi tertentu perlu melakukan sterilisasi atau intervensi di pasar valuta asing sebagai bagian dari operasi moneter untuk mencapai sasaran operasional yang ditetapkan dan sekaligus dalam rangka upaya stabilisasi nilai tukar. Di sisi lain, bank-bank dalam operasinya melakukan transaksi valuta asing baik untuk kepentingannya sendiri ataupun untuk memenuhi permintaan nasabahnya. Interaksi antara bank sentral dan perbankan ini akan berpengaruh terhadap perkembangan nilai tukar dan volume transaksi valuta asing maupun posisi cadangan devisa yang dimiliki bank sentral dan perbankan. Sebagai contoh, apabila bank sentral ingin menstabilkan nilai tukar yang sedang melemah, intervensi yang dilakukannya akan menambah pasokan valuta asing di pasar sehingga nilai tukar dapat kembali menguat dan stabil.

Interaksi melalui fungsi intermediasi

Tahap kedua dari transmisi kebijakan moneter dalam proses perputaran uang melibatkan interaksi antara perbankan dengan para pelaku ekonomi. Hal ini terjadi karena fungsi intermediasi perbankan dalam memobilisasi simpanan dari masyarakat dan dalam menyalurkan kredit dan bentuk pembiayaan lain kepada dunia usaha. Pertama-tama interaksi ini akan berpengaruh pada perkembangan volume dan suku bunga di pasar dana dan kredit. Di sisi mobilisasi dana, interaksi tersebut berpengaruh terhadap volume dan suku bunga giro, tabungan dan deposito sehingga berpengaruh pula terhadap perkembangan uang beredar (M1 dan M2), permintaan uang, dan tabungan masyarakat. Sebagai contoh, dalam hal perbankan ingin meningkatkan mobilisasi dana dari masyarakat, suku bunga simpanan akan naik dan demikian pula minat dan volume simpanan masyarakat di perbankan. Sementara di sisi penyaluran dana, interaksi tersebut akan berpengaruh pada perkembangan kredit perbankan yang disalurkan kepada dunia usaha untuk pembiayaan investasi dan produksinya. Sebagai contoh, dalam hal perbankan ingin meningkatkan ekspansi kredit, suku bunga kredit akan cenderung turun dan demikian pula minat dan volume permintaan kredit dari dunia usaha.

Interaksi antara perbankan/pasar keuangan dengan para pelaku ekonomi baik secara langsung melalui fungsi intermediasi perbankan maupun secara tidak langsung melalui pasar modal seperti digambarkan di atas jelas akan berpengaruh besar terhadap perkembangan berbagai aktivitas perekonomian. Dari sisi produksi, perkembangan pembiayaan dalam bentuk kredit perbankan maupun emisi saham dan obligasi korporasi akan berpengaruh terhadap kemampuan produksi dunia usaha sehingga akan menentukan tingkat output riil dari berbagai sektor ekonomi. Sementara itu, dari sisi permintaan, perkembangan suku bunga kredit perbankan, harga saham, dan yield obligasi akan menentukan besarnya biaya modal (*cost of capital*) dan karenanya akan berpengaruh pada minat investasi dunia usaha. Pengaruhnya terhadap konsumsi masyarakat dapat terjadi baik melalui pendapatan yang diperoleh dari penanaman dana dalam deposito perbankan, saham dan obligasi (*income effect*) maupun biaya yang harus dikeluarkan apabila konsumsi tersebut dibiayai dari kredit perbankan (*substitution effect*).

Demikian pula pengaruhnya terhadap ekspor-impor terjadi baik melalui perkembangan nilai tukar maupun volume dan suku bunga kredit, emisi saham dan obligasi yang diperlukan untuk pembiayaan kegiatan ekspor-impor dimaksud. Dengan demikian, secara keseluruhan interaksi antara perbankan dan pasar keuangan dengan pelaku ekonomi tersebut pada akhirnya akan menentukan tingkat inflasi, output riil, dan kesempatan kerja dalam perekonomian.

Pentingnya Transmisi Moneter bagi Teori dan Kebijakan Moneter.

Kompleksitas mekanisme transmisi kebijakan moneter seperti diuraikan di atas menuntut perlunya analisis dan riset untuk memetakan bekerjanya berbagai saluran transmisi yang ada, apakah saluran uang beredar, kredit, suku bunga, nilai tukar, harga aset ataupun ekspektasi, sesuai dengan perkembangan ekonomi dan keuangan yang terjadi. Dalam kaitannya dengan teori dan kebijakan moneter, studi mengenai transmisi moneter seperti ini biasanya bertujuan untuk mengkaji dua aspek penting. Yang pertama adalah untuk mengetahui saluran transmisi mana yang paling dominan dalam ekonomi untuk dipergunakan sebagai dasar bagi perumusan strategi kebijakan moneter. Apabila saluran uang beredar masih paling dominan, misalnya, maka strategi kebijakan moneter dengan penargetan uang beredar masih relevan dipergunakan. Namun demikian, apabila saluran suku bunga atau saluran nilai tukar menjadi yang paling dominan, maka perlu dipertimbangkan penargetan suku bunga atau penargetan nilai tukar sebagai strategi kebijakan moneter.

Yang kedua adalah untuk mengetahui seberapa kuat dan lamanya tenggat waktu masing-masing saluran transmisi tersebut bekerja, baik dari sejak tindakan moneter dilakukan bank sentral ke perubahan masing-masing saluran maupun dari saluran transmisi

ke perubahan inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Analisis seperti itu penting untuk menentukan variabel ekonomi dan keuangan mana yang paling kuat dijadikan leading indicator terhadap pergerakan inflasi dan pertumbuhan ekonomi ke depan serta variabel mana sebagai indikator untuk penentuan sasaran operasional kebijakan moneter. Dengan demikian, apabila uang beredar, kredit, suku bunga dan nilai tukar relatif kuat dalam mempengaruhi pergerakan ekonomi dan inflasi ke depan, maka variabel-variabel ini perlu dipergunakan dalam membangun leading indicators. Dari variabel-variabel ini pula dapat dipilih mana yang paling tepat dipergunakan sebagai sasaran operasional, misalnya apa uang primer atau suku bunga. Sementara itu, analisis mengenai profil tenggat waktu dari saluran-saluran transmisi tersebut sangat diperlukan untuk menyusun strategi kebijakan moneter secara forward looking. Dengan memahami lamanya tenggat waktu dari sejak kebijakan moneter ditempuh hingga pengaruhnya terhadap inflasi dan pertumbuhan ekonomi, bank sentral dapat lebih mampu mengarahkan kebijakan moneter yang ditempuhnya saat ini pada sasaran akhir yang ditetapkan ke depan.

Metode Penelitian

Beberapa negara memiliki mekanisme transmisi yang telah dikembangkan dengan baik, seperti: Kanada, Selandia Baru, Inggris dan Swedia. Sementara itu, sebagian besar di negara emerging market dengan tingkat inflasi yang tinggi, didominasi oleh jalur transmisi dengan karakteristik downward price stickiness dan efek pass-through yang cepat dari nilai tukar ke inflasi, seperti Brazil, Chili dan Israel.

Sementara itu, penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan topik transmisi moneter syariah telah dilakukan oleh Hardianto (2004). Ia menyimpulkan bahwa: (1) Tidak ada mekanisme substitusi antara produk pinjaman sistem konvensional dan syariah, dan (2) Pembiayaan syariah memiliki pola hubungan positif dengan inflasi Indeks Harga Konsumen (IHK / LNIHK). Menurut temuannya, kesetaraan antara sektor moneter dan riil tidak terjadi. Kondisi ini disimpulkan karena peningkatan pembiayaan bank syariah tidak diikuti secara bersamaan oleh transaksi sektor riil. Sukmana dan Kasim (2010) menemukan dalam penelitian mereka bahwa pembiayaan bank syariah dan deposito berperan penting dalam proses transmisi moneter dalam perekonomian Malaysia. Pada khususnya, baik deposito dan maupun pembiayaan syariah terbukti secara statistik menghubungkan indikator kebijakan moneter dengan output riil.

Di titik yang sama Sanrego dan Nikmawati (2010) dalam penelitian mereka menemukan bahwa pembiayaan syariah dapat mengurangi efek negatif dari suku bunga inflasi setelah bulan keenam. Namun, mekanisme substitusi antara pembiayaan syariah dan kredit konvensional tidak terjadi ketika suku bunga meningkat.

Perbedaan penelitian ini dengan yang sebelumnya adalah: (1) penelitian ini menganalisis pola hubungan antara instrumen moneter syariah (Pasar Uang Antar Bank Syariah/PUAS, Sertifikat Bank Indonesia Syariah/SBIS dan pembiayaan) dengan inflasi. (2) penelitian ini memilih Indonesia sebagai obyek penelitian. (3) berkaitan dengan jangka waktu, penelitian ini menggunakan data dari tahun 2003 sampai akhir tahun 2013.

Data dan Metodologi

Penelitian ini menggunakan data time series bulanan yang diambil dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia Bank Indonesia (SEKI-BI) dan Statistik Perbankan Syariah (SPS). Data akan dimulai dari Januari 2003 sampai Desember 2013. Variabel-variabel penelitian ini digambarkan sebagai berikut. 1. Tingkat inflasi(INF) menggunakan data Indeks Harga Konsumen Indonesia (IHK) yang didapat dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia BI (SEKI-BI) selama periode Januari 2003 hingga Desember 2013. 2. Pasar uang antar bank syariah (PUAS) adalah total transaksi PUAS yang didapat dari Statistik Perbankan Syariah (SPS) dari BI selama periode Januari 2003 hingga Desember 2013. 3. Sertifikat Bank Indonesia Syariah(SBIS) adalah total transaksi SWBI/SBIS yang didapat dari Statistik Perbankan Syariah (SPS) dari BI selama periode Januari 2003 hingga Desember 2013. 4. Pembiayaan perbankan syariah (FIN) adalah total pembiayaan perbankan syariah dikurangi jumlah pembiayaan di Bank Pembiayaan Rakyat Syariah (BPRS) yang diperoleh dari Statistik Perbankan Syariah (SPS) dari BI selama periode Januari 2003 hingga Desember 2013.

Masalah yang diajukan dalam penelitian ini dianalisis dengan menggunakan Vector Auto Regression (VAR). VAR menggambarkan hubungan kausalitas antara variabel dalam model termasuk intersep. Metode ini dikembangkan oleh Sims pada tahun 1980 (Ascarya, 2009) yang mengasumsikan bahwa semua variabel dalam model bersifat endogen, artinya ditentukan didalam model, sehingga metode ini disebut dengan model ateoritis (tidak berdasar teori)

Proses analisis VAR dilakukan dengan beberapa tahapan. Pertama, setelah data dasar siap, data ditransformasi ke bentuk logaritma natural (ln), kecuali untuk tingkat inflasi agar mendapatkan hasil yang konsisten dan valid. Kedua, dilakukan uji unit root untuk mengetahui apakah data stasioner atau masih mengandung tren. Jika data stasioner pada levelnya, maka VAR dapat dilakukan pada level. VAR level dapat mengestimasi hubungan jangka panjang antar variabel. Jika data tidak stasioner pada levelnya, maka data harus diturunkan pada tingkat pertama (first difference) yang mencerminkan data selisih atau perubahan.

Tahap ketiga, jika data stasioner pada turunan pertama, maka data akan diuji keberadaan kointegrasi antar variabel. Jika tidak ada kointegrasi antar variabel, maka VAR hanya dapat dilakukan pada turunan pertamanya, dan ia hanya dapat mengestimasi hubungan jangka pendek antar variabel. Innovation accounting tidak akan bermakna untuk hubungan jangka panjang antar variabel. Jika ada kointegrasi antar variabel, maka VECM dapat dilakukan menggunakan data level untuk mendapatkan hubungan jangka panjang antar variabel. VECM dapat mengestimasi hubungan jangka pendek maupun jangka panjang antar variabel. Innovation accounting untuk VAR level dan VECM akan bermakna untuk hubungan jangka panjang

Hasil VAR Uji Stabilitas

Uji stabilitas VAR harus dilakukan sebelum dilanjutkan ke analisis berikutnya. Sistem VAR dianggap stabil jika semua akar memiliki modulus lebih kecil dari 1 (Gujarati, 2003). Berdasarkan uji stabilitas VAR, dapat disimpulkan bahwa estimasi VAR yang akan digunakan untuk analisis IRF dan VD stabil.

Hasil Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi digunakan untuk mengetahui keberadaan hubungan jangka panjang antara variabel-variabel yang tidak stasioner. Hasil uji kointegrasi berbasis statistik menunjukkan bahwa terdapat empat peringkat kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%.

Analisis Impulse Response Function

Setelah prose pra-estimasi uji, yaitu uji unit root, penentuan lag optimal, uji stabilitas VAR hingga uji kointegrasi pada kenyataannya terdapat empat rank kointegrasi pada tingkat signifikansi 5% dalam model ini, sehingga analisis dilanjutkan ke estimasi VECM berikutnya. Berikut ini disajikan simulasi analisis Impulse Response.

Respon tingkat inflasi (INF) terhadap guncangan differencePUAS dalam jangka pendek merespon negatif dan mulai stabil pada periode ke 4. Begitu juga respon INF terhadap guncangan difference SBIS yang merespon negatif dan mulai stabil dalam periode ke 4. Hal ini menunjukkan bahwa SBIS mempengaruhi tingkat laju inflasi walaupun tidak besar. Sedangkan pembiayaan syariah (FIN) sejak periode awal stabil. Hal ini berarti bahwa semakin total pembiayaan perbankan syariah Indonesia dipasok kesisi permintaan, maka akan semakin berpotensi mempengaruhi dan berkontribusi positif terhadap penurunan tingkat inflasi Indonesia.

Kesimpulan

Ada beberapa kesimpulan yang bisa dirangkum dari penelitian ini. Pertama, berdasarkan hasil analisis impulse response function (IRF) diketahui bahwa total PUAS, total SBIS dan total pembiayaan bank syariah memiliki hubungan yang stabil dalam jangka pendek terhadap tingkat inflasi. Akan tetapi variabilitas inflasi (INF) lebih banyak dipengaruhi INF itu sendiri. Kedua, berdasarkan hasil analisis variance decomposition pada model, baik PUAS, SBIS maupun FIN memiliki kontribusi yang rata-rata kecil. INF itu sendiri yang memiliki kontribusi yang lebih besar. Ketiga, instrumen pengendalian moneter lebih stabil jika dihubungkan dengan instrumen syariah.

Oleh karena itu, baik BI maupun OJK lebih mengembangkan lagi instrumen syariah dalam pelaksanaan mekanisme transmisi moneter di Indonesia. Kempat, kekurangan dalam penelitian ini adalah data yang digunakan untuk PUAS dan SBIS adalah data total transaksi bukan tingkat bagi hasil dan imbal hasil, sehingga tidak dapat mengukur secara lebih lengkap. Kelima, begitu juga variabel yang digunakan masih perlu pengembangan melalui instrumen moneter syariah lainnya.

Daftar Pustaka

- Ascarya, "Alur Transmisi dan Efektifitas Kebijakan Moneter Ganda Di Indonesia", Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Vol. 14 (Jakarta: BI, 2012) h. 284
- Chapra, M. Umer. 1985. Towards a Just Monetary System. Leicester, UK: The Islamic Foundation.
- Departemen Agama RI, Alquran dan Terjemahan (Bandung: CV. Penerbit J-ART, 2005), h. Ibid., h. 169.
- Mahmud dan Rukmana, Bank..., h. 44.
- Sukmana, Raditya and Salina H. Kassim. 2010. Roles of the Islamic Banks in the Monetary Transmission in Malaysia. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 3Iss: 1.
- Veithzal Rivai, Islamic Financial Management (Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada, 2007), h. 171-172
- Warjiyo, Perry and Solikin. 2003. Monetary Policy in Indonesia, Series Book No 6, Center for Central Banking Education and Studies, Bank Indonesia.