

## Analisis Pengaruh Sektor Keuangan terhadap Inflasi di Indonesia

Natasya Putri Andini <sup>1)\*</sup>, Esti Pasaribu <sup>2)</sup>

<sup>1)2)</sup> Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Bengkulu, Bengkulu, Indonesia

\* E-mail corresponding author: [c1a019047.natasyaputri@mhs.unib.ac.id](mailto:c1a019047.natasyaputri@mhs.unib.ac.id)

### Ecoplan

Submitted: June 26, 2024  
Accepted: Sept 13, 2024  
Published: Oct 26, 2024

**Keywords:** Financial  
Sektor; Inflation;  
VECM

**Abstract** – This research aims to determine the influence of the Indonesian financial sector on inflation. The research used data collected from secondary sources, such as Bank Indonesia, the Federal Reserve Bank of St. Louis, and Investing.com. The independent variables in this study were the Composite Stock Price Index, JIBOR, and bond yield, while the dependent variable included inflation. Vector Autoregression (VAR) or Vector Error Correction Model (VECM) was employed as the research method. The findings showed that inflation was positively and significantly impacted by the Composite Stock Price Index over the long run. Conversely, JIBOR significantly and negatively impacted inflation over the long run. In contrast, bond yield had no effect on inflation. Overall, inflation was positively and significantly affected by the Composite Stock Price Index, JIBOR, and bond yield when considering the short term.

**Abstrak** – Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat bagaimana sektor keuangan mempengaruhi inflasi di Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, didapat dari Bank Indonesia, *Federal Reserve Bank of St. Louis* dan *Investing.com*. Inflasi merupakan variabel dependen dalam penelitian ini, sedangkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), suku bunga JIBOR, dan *yield* obligasi merupakan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini. Metodologi penelitian yang digunakan adalah *Vector Autoregression* (VAR) atau *Vector Error Correction Model* (VECM). Dalam jangka panjang, inflasi dipengaruhi oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) secara signifikan. Sebaliknya, JIBOR berdampak signifikan dan negatif terhadap inflasi dalam jangka panjang. Namun *yield* obligasi tidak signifikan berpengaruh terhadap inflasi. Inflasi dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh kegiatan variabel yaitu Indeks Harga Saham Gabungan, JIBOR, dan *yield* obligasi jika dilihat dalam jangka pendek.

**Kata Kunci:** Inflasi; Sektor Keuangan; VECM

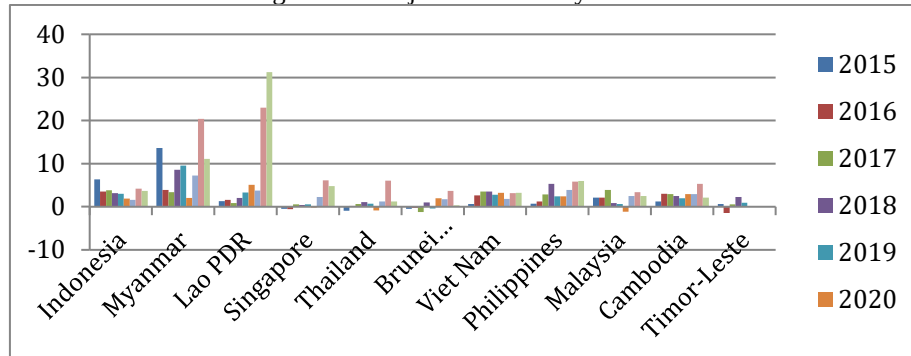
### PENDAHULUAN

Perekonomian suatu negara menghadapi siklus naik dan turun yang kadang tumbuh lambat dan cepat di lain waktu. Meskipun demikian, sulit untuk memprediksi siklus aktivitas ekonomi, terutama di posisi tertentu perkembangan ekonomi akan berada di dalam siklus tersebut. Seperti krisis ekonomi yang dialami Indonesia pada tahun 1998, 2008, dan 2020, misalnya. Ketidakakuratan dalam memprediksi siklus bisnis dapat mengakibatkan kesalahan dalam menetapkan kebijakan moneter. Agar perkembangan ekonomi dapat berlangsung dengan baik dan stabil, sangat penting bagi otoritas moneter atau pemerintah untuk merespons kebutuhan ini dengan menerapkan kebijakan yang tepat (Warjiyo, 2017a; Firmansyah, 2022).

Pemerintah dan bank sentral sebagai otoritas moneter memainkan peran penting dalam menentukan tindakan terbaik demi memastikan tercapainya tujuan (Andriani and Mohamad, 2022). Sejumlah kebijakan moneter salah satunya “transmisi kebijakan moneter” dilakukan oleh bank sentral guna mengendalikan stabilitas nilai rupiah (Mehedi Nizam, 2021). Efektivitas peranan bank sentral ini terlihat dari tingkat inflasi yang stabil dan terkendali (Pasaribu, Febriani and Septriani, 2020).

Perkembangan laju inflasi di ASEAN yang berfluktuatif digambarkan pada gambar 1, posisi Indonesia dibandingkan negara lain di ASEAN menunjukkan empat dari sepuluh negara di ASEAN (Lao PDR, Myanmar, Singapura, dan Filipina ) tingkat inflasinya lebih tinggi dari Indonesia dalam tiga tahun terakhir. Meningkatnya tekanan inflasi dalam beberapa tahun terakhir menunjukkan perlunya para pembuat

kebijakan untuk mengawasi perubahan inflasi untuk memastikan stabilitas harga tetap terjaga (Ouyang and Rajan, 2019). Tingginya Inflasi yang terjadi di Lao PDR disebabkan oleh tingginya utang, depresiasi nilai tukar dan naiknya harga bahan baku. Demi menanggulangnya bank sentral Lao PDR menerapkan berbagai kebijakan moneter. Namun hal tersebut hanya berdampak semetara, tingkat inflasi di Lao PDR tetap tinggi bahkan diperkirakan akan tetap berada di dua digit pada 2024 (Phimmahasay *et al.*, 2024). Sedangkan laju inflasi Indonesia selama ini mengalami penurunan, dari 6,36% (yoy) pada tahun 2015 ke titik terendah sebesar 1,32% (yoy) pada tahun 2020. Hal ini menunjukkan keberhasilan kebijakan moneter bank sentral dalam menjaga stabilitas dan menahan inflasi. Oleh karena itu, salah satu cara bank sentral mempengaruhi inflasi adalah melalui sektor keuangan dan kebijakan moneternya.



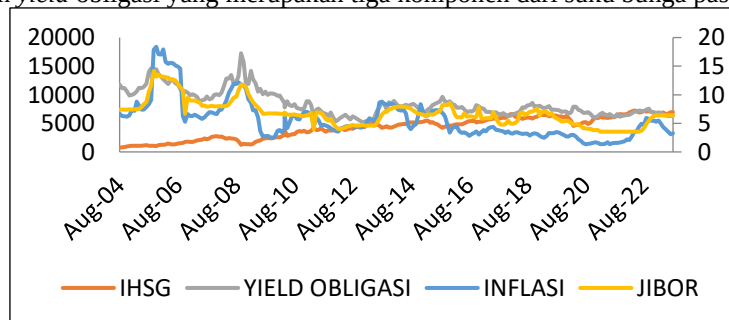
**Gambar 1. Perkembangan Laju Inflasi di ASEAN tahun 2015 sampai 2023**

Sumber: Federal Reserve Bank of St. Louis

Kebijakan moneter seringkali dinyatakan dalam berbagai indikator keuangan seperti mata uang, suku bunga, kredit, harga aset, nilai tukar, dan lain-lain (Warjiyo, 2017b). Jalur bunga, kredit, dan nilai mata uang mendapat lebih banyak perhatian akademis dibandingkan jalur harga aset (Pasaribu, Ekaputri and Yefriza, 2023). Jalur harga aset ditransmisikan melalui harga properti dan harga emas (sektor rill), harga saham dan *yield* obligasi (sektor keuangan).

Sektor keuangan adalah penggerak utama ekonomi suatu negara, sektor ini menyediakan aliran modal dan likuiditas yang bebas di pasar. Jika sektor keuangan gagal dapat menyeret ekonomi suatu negara ke bawah bahkan dapat menyebabkan resesi. Agar ekonomi tetap stabil, sektor keuangan tetap harus sehat dengan menurunkan suku bunga sehingga membuka pintu bagi lebih banyak proyek dan investasi (Gandhi *et al.*, 2022; Baftijari, Hebibi and Tahiri, 2023).

(Warjiyo, 2016) mengatakan, risiko krisis yang disebabkan oleh sektor keuangan diabaikan oleh kebijakan moneter yang berpusat pada stabilitas harga (inflasi). Untuk itu, sektor keuangan diwakili oleh IHSG, JIBOR, dan *yield* obligasi yang merupakan tiga komponen dari suku bunga pasar uang.



**Gambar 2. Perkembangan Laju Inflasi, IHSG, JIBOR, dan Yield Obligasi (YOB) di Indonesia**

Sumber: Bank Indonesia dan Investing.com

Terlihat dari gambar 2 bahwa tren inflasi, JIBOR, dan YOB serupa. JIBOR dan YOB juga menunjukkan tren meningkat seiring dengan kenaikan inflasi. Hal ini berbeda dengan IHSG yang memantau perkembangan inflasi dengan cara yang berbeda. Gambar 2 tersebut menggambarkan bahwa tren IHSG memang menurun seiring dengan kenaikan tren inflasi.

Gambar 2 menggambarkan variasi inflasi, IHSG, suku bunga pasar uang (JIBOR), dan *yield* obligasi dari Januari 2005 hingga Agustus 2023. Dalam kurun waktu 19 tahun, terjadi peningkatan di pasar saham, dengan peningkatan indeks harga saham yang berfluktuasi lebih tinggi sementara inflasi bergerak turun. Di sepanjang periode penelitian, pada April 2022 IHSG mencapai angka tertinggi yaitu 7.229 poin sementara

inflasi berada pada angka 3,47%. IHSG terendah terjadi pada Januari 2005 yaitu 1.045,44 poin sedangkan inflasi berada di angka 6,6%. Perkembangan suku bunga pasar uang (JIBOR) pada Oktober 2005 yaitu sebesar 14,15% dengan tingkat inflasi sebesar 17,89%. Baik suku bunga JIBOR maupun inflasi sama-sama tinggi pada periode ini. Sementara, suku bunga JIBOR yang paling rendah terjadi pada periode Mei dan Juni 2022 yaitu sebesar 3,54%, di periode yang sama inflasi telah turun menjadi 3,55% di Mei 2022 kemudian naik lagi menjadi 4,35% pada Juni 2022. Selama periode penelitian, terjadi fluktuasi dan kecenderungan penurunan baik inflasi maupun *yield* obligasi (YOB). Pada bulan Oktober 2008, *yield* obligasi (YOB) tertinggi dilaporkan sebesar 17.247, meskipun inflasi Indonesia pada periode yang sama sebesar 11,77%. *Yield* obligasi (YOB) terendah di Indonesia, yaitu 5,167, dicapai pada bulan Desember 2013, yang mana pada saat itu tingkat inflasi negara tersebut sebesar 4,3%.

Dalam beberapa penelitian, terbukti terjadinya guncangan moneter akibat inflasi di Indonesia (Nyakerario Misati and Morekwa Nyamongo, 2012; Pasaribu, Ekaputri and Yefriza, 2023; Pradikta, Ekaputri and Pasaribu, 2023; Fatihah and Pasaribu, 2024). Transmisi kebijakan moneter melalui harga aset telah terbukti tidak berdampak pada inflasi atau GDP. Akan tetapi, transmisi kebijakan moneter terbukti berpengaruh negatif terhadap inflasi dan GDP setelah dua periode terjadinya guncangan moneter (Khundrakpam and Jain, 2012). Jika membandingkan transmisi kebijakan moneter jalur harga aset syariah dan konvensional, ditemukan bahwa model syariah lebih stabil dalam mengendalikan inflasi. Penelitian lain menunjukkan adanya hubungan kausalitas terarah antara inflasi dan kebijakan target inflasi melalui liberalisasi indikator keuangan di Pakistan (Zaman and Ahmed, 2010). Dalam jangka pendek, *yield* obligasi (YOB) berpengaruh negatif signifikan terhadap sejumlah variabel output, termasuk investasi, konsumsi, dan CPI. Namun, dampak ini tidak signifikan secara statistik dalam jangka panjang (Zhang and Huang, 2017).

Berdasarkan perkembangan tren inflasi yang sama dengan JIBOR dan YOB, namun berbeda dengan tren inflasi dengan IHSG. Penelitian ini penting dilakukan untuk menilai bagaimana respon inflasi terhadap perubahan IHSG, *yield* obligasi (YOB) dan JIBOR karena tingkat inflasi perlu dikendalikan sehingga pertumbuhan ekonomi di Indonesia itu bisa terwujud.

## TINJAUAN PUSTAKA

Kebijakan moneter adalah salah satu alat yang digunakan bank sentral untuk menjaga harga tetap stabil, mengawasi perekonomian, serta mempengaruhi aktivitas keuangan dan perekonomian (Warjiyo, 2017b). Secara umum, kebijakan moneter memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap kondisi pembiayaan ekonomi, namun juga berdampak pada potensi penciptaan kredit bank melalui ketersediaan dana yang dapat dipinjamkan dan membentuk kembali selera risiko bank terhadap bahaya tertentu. Perubahan kebijakan moneter mempengaruhi ekspektasi para pelaku ekonomi terhadap tingkat aktivitas ekonomi, kemungkinan tingkat harga umum, dan pola konsumsi dan investasi (Adekunle *et al.*, 2018).

Efek investasi dapat dilihat melalui teori investasi Tobin's  $q$ , yang menjelaskan bagaimana kebijakan moneter mempengaruhi sektor-sektor ekonomi lainnya melalui dampaknya terhadap penilaian ekuitas.  $Q$  mewakili nilai pasar perusahaan yang diukur melalui pembayaran modal.  $Q$  yang tinggi mengindikasikan bahwa biaya penggantian modal dan peralatan baru lebih kecil daripada nilai perusahaan. Jika saham yang diterbitkan menjadi lebih mahal dibandingkan dengan biaya pabrik dan peralatan, investasi akan tumbuh ketika pabrik dan peralatan tambahan diperoleh. Dari perspektif yang berbeda, perusahaan mencapai keseimbangan ketika  $q$  sama dengan satu. Titik  $q$  yang lebih besar dari satu mengindikasikan kebutuhan akan lebih banyak investasi (Adekunle *et al.*, 2018).

Masuk akal jika kebijakan moneter yang ekspansif dapat meningkatkan permintaan saham, kemudian meningkatkan investasi dan pada akhirnya meningkatkan permintaan agregat. Berdasarkan analisis di atas mengenai cara kerja Tobin's  $q$ , dapat disimpulkan bahwa kebijakan moneter yang akomodatif dapat meningkatkan daya beli masyarakat, yang pada gilirannya mendorong pengeluaran termasuk investasi di pasar saham. Sehingga meningkatkan permintaan untuk ekuitas, akibatnya harga saham akan berpengaruh terhadap permintaan agregat yang pada akhirnya akan mempengaruhi tingkat inflasi (Adekunle *et al.*, 2018).

Teori siklus hidup Modigliani, yang mengkaji dampak kekayaan terhadap konsumsi, bersifat moneteris dan didasarkan pada gagasan bahwa pengeluaran konsumen ditentukan oleh sumber daya konsumen. Sumber daya ini termasuk sumber daya manusia, modal riil, dan kekayaan finansial. Nilai sumber daya konsumen yang dapat diakses bervariasi ketika basis moneter berekspansi dan berkontraksi, seperti halnya perubahan implisit dalam suku bunga, yang membuat perusahaan atau pelaku ekonomi menjadi lebih kaya atau lebih miskin. Berdasarkan hal ini, ekspansi moneter dan pengaruhnya terhadap penurunan suku bunga akan menyebabkan peningkatan komponen sumber daya riil (dengan naiknya nilai aset real estat) dan sumber daya finansial (melalui kenaikan harga saham dan obligasi). Mekanisme ini

didasarkan pada fakta bahwa suku bunga yang lebih rendah mendorong investasi, yaitu permintaan akan aset riil dan finansial. Peningkatan kekayaan selanjutnya akan membuat pemiliknya membelanjakan sebagian dari kekayaan tersebut untuk investasi baru, konsumsi, atau keduanya. Konsumsi yang lebih tinggi akan menciptakan lebih banyak investasi sebagai konsekuensi dari penyesuaian dalam penawaran, yang akan dicapai dengan meningkatkan kapasitas produksi untuk memenuhi permintaan yang meningkat. Perlu juga dicatat bahwa konsumsi tambahan ini ditentukan oleh kecenderungan marjinal masing-masing kelompok untuk mengkonsumsi seiring dengan perubahan kekayaannya (Dan, 2013). Sederhananya, peningkatan kekayaan finansial membuat pelaku ekonomi memiliki lebih banyak uang untuk dibelanjakan pada barang dan jasa, artinya ketika kekayaan meningkat, tingkat konsumsi juga meningkat. Hal ini menyebabkan peningkatan permintaan agregat, yang pada akhirnya menentukan jumlah output riil dan inflasi dalam perekonomian.

Beberapa penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian ini yaitu, penelitian (Utami and Andrian, 2022), menggunakan model VECM untuk memeriksa variabel-variabel mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui sektor keuangan ketika terjadi perubahan pada masing-masing variabel dan kontribusi variabel SBK, rPUAB, IHSG, KONS, dan INF terhadap target akhir kebijakan moneter dan inflasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa SBK, rPUAB, IHSG dan KONS merespon cepat terhadap perubahan masing-masing variabel pada periode awal setelah guncangan terjadi. Setiap variabel memiliki kontribusi yang berbeda terhadap inflasi dengan IHSG sebagai variabel dengan pengaruh terbesar. Penelitian (Firmansyah, 2022), menggunakan model VECM untuk menjelaskan kontribusi dari saluran kredit dan harga aset terhadap inflasi dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa variabel BI7DayRR, kredit investasi, kredit modal kerja, IHSG dan DPK berpengaruh signifikan terhadap inflasi dalam jangka panjang.

Penelitian Ouyang and Rajan (2019), menggunakan data panel dari 54 negara berkembang selama periode 1980 hingga 2015 untuk melihat pengaruh penerapan *inflation targeting* dalam mengurangi inflasi dan variabilitasnya. Temuan pada penelitian ini menunjukkan bahwa kerangka *inflation targeting* mengurangi tingkat inflasi pada negara berkembang terlepas dari pengembangan keuangan. Sementara itu variabilitas tingkat inflasi hanya mampu berkurang ketika dilakukan kontrol terhadap pengembangan pasar keuangan. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa kerangka *inflation targeting* sangat bergantung pada inklusi keuangan dan karakteristik bank. Penelitian (Zhang and Huang, 2017) yang menggunakan model VAR/VECM untuk menguji dampak kebijakan moneter obligasi terhadap variabel makroekonomi riil di China. Penelitian ini menyimpulkan bahwa pasar obligasi memiliki dampak yang terbatas pada ekonomi makro riil. *Yield* obligasi jangka pendek memiliki efek transmisi yang cukup signifikan terhadap beberapa variabel output seperti inflasi, konsumsi dan investasi. Sementara, pengaruh *yield* obligasi jangka panjang tidak signifikan. Penelitian (Williams and Robinson, 2016), dengan menggunakan VAR yang diperluas dengan faktor variabel waktu (TV-FAVAR) untuk menilai dampak guncangan kebijakan moneter terhadap variabel makroekonomi di Jamaika. Indikator yang digunakan pada penelitian ini mencakup data tentang aktivitas ekonomi, harga saham, suku bunga surat utang negara, inflasi, uang & kredit yang biasanya dinilai oleh bank sentral saat menentukan tindakan kebijakan moneter.

Menurut Fauziyah (2015), disimpulkan bahwa variabel - variabel sektor keuangan (suku bunga dan obligasi) memberikan sumbangan negatif terhadap IHK sebagai indikator inflasi, sehingga diperlukan untuk memperhatikan instrumen - instrumen moneter yang diambil bank sentral untuk menjaga stabilitas inflasi di Indonesia. Penelitian Khundrakpam and Jain (2012), dengan menggunakan model SVAR pada data triwulan 1996-97:1 hingga 2011-12:1, untuk meneliti pentingnya berbagai saluran transmisi kebijakan moneter terhadap pertumbuhan PDB dan inflasi di India. Ditemukan bahwa faktor eksternal eksogen memperpanjang dampak transmisi kebijakan moneter terhadap pertumbuhan PDB dan inflasi di India, sambil menghilangkan masalah '*price puzzle*'. Hasil penelitian menunjukkan guncangan kebijakan moneter memiliki dampak negative pada saluran harga aset mulai kuartal ketiga dan pada gilirannya berdampak negative dan signifikan terhadap pertumbuhan PDB dan inflasi. Saluran nilai tukar memiliki pengaruh yang lemah terhadap PDB dan inflasi. Saluran suku bunga menyumbang sekita setengah dari total dampak guncangan moneter terhadap PDB dan sepertiga dari total guncangan terhadap inflasi. Penelitian Nyakerario Misati and Morekwa Nyamongo (2012) yang menggunakan model VAR untuk menyelidiki efektivitas saluran harga aset dalam transmisi kebijakan moneter dan dampak volatilitas pasar saham terhadap kebijakan moneter di Kenya. Temuan utama dalam penelitian ini menunjukkan bahwa volatilitas pasar saham menciptakan ketidakstabilan pada variabel kebijakan moneter, yang mengindikasikan bahwa informasi dari pasar saham mungkin penting dalam memprediksi siklus bisnis. Penelitian Zaman and Ahmed (2010) meneliti hubungan dan kausalitas indikator perkembangan keuangan terhadap inflasi di Pakistan, khususnya periode 1974-2007 dengan menggunakan model VAR. Hasil penelitian menunjukkan

bahwa inflasi dan indikator perkembangan keuangan terkointegrasi dan terdapat hubungan satu arah antara kedua variabel baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini didasarkan pada data sekunder yang diambil dari buku, artikel, dan sumber sejarah lainnya yang dipublikasikan maupun tidak. Data sekunder seperti Indeks Harga Konsumen (IHK), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *Jakarta Interbank Offered Rate* (JIBOR), dan *yield* obligasi (YOB) digunakan dalam penelitian ini pada periode Januari 2005 hingga Agustus 2023. Data ini bersumber dari *Investing.com* serta database SEKI yang dikelola Bank Indonesia, yang berisi informasi perekonomian dan keuangan Indonesia. Hasil pengujian menggunakan analisis *Vector Autoregression* (VAR) atau *Vector Error Correction Model* (VECM) untuk tujuan jangka pendek dan jangka panjang. Model VAR/VECM memiliki keuntungan karena memperlakukan semua variabel sebagai bagian dari himpunan yang sama, atau variabel dependen.

Formula uji model VAR/VECM sebagai berikut:

$$Inflasi = \beta_{01} + \sum_{i=1}^p \beta_{i1} IHSG_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{i1} JIBOR_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \mu_{i1} YOB_{1t-i} + e_{1t} \dots \dots \dots (1)$$

Dimana:

|               |                                         |
|---------------|-----------------------------------------|
| IHSG          | :Indeks Harga Saham Gabungan            |
| JIBOR         | : <i>Jakarta Interbank Offered Rate</i> |
| YOB           | : <i>Yield</i> Obligasi (YOB)           |
| $p$           | :Panjangnya kelambanan                  |
| $\beta_{01}$  | :Intersep                               |
| $\alpha_{i1}$ | :Koefisien                              |
| $e_{1t}$      | :Variabel gangguan                      |

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas data merupakan langkah awal dalam menguji model VAR/VECM. Tes *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dan uji unit root, digunakan untuk memeriksa apakah data penelitian stasioner.

**Tabel 1.** Hasil Uji Stasioneritas

| Variabel | Tingkat Level |                 | 1st Difference |            |
|----------|---------------|-----------------|----------------|------------|
|          | Probabilitas  | Keterangan      | Probabilitas   | Keterangan |
| Inflasi  | 0,0249        | Stasioner       | 0,0000         | Stasioner  |
| IHSG     | 0,0000        | Stasioner       | 0,0000         | Stasioner  |
| JIBOR    | 0,3325        | Tidak Stasioner | 0,0000         | Stasioner  |
| YOB      | 0,3963        | Tidak Stasioner | 0,0000         | Stasioner  |

Sumber: *Eviews 13* (2024)

Berdasarkan tabel 1 dengan melihat nilai probabilitas  $> 0,05$ , tidak semua variabel stasioner pada level. Selanjutnya *1<sup>st</sup> difference* digunakan untuk menguji kembali setiap variabel. Hasilnya membantah hipotesis nol karena menunjukkan bahwa semua variabel stabil pada tingkat *1<sup>st</sup> difference*. Oleh karena itu, diperlukan uji kointegrasi untuk mengetahui hubungan kointegrasi pada variabel dalam penelitian ini.

### Penentuan Lag Optimal

Nilai absolut dari kriteria *Schwarz Information Criterion* (SIC) atau *Akaike Information Criterion* (AIC) minimal dapat digunakan untuk menghitung lag yang ideal.

Seperti ditunjukkan pada tabel 2, panjang lag optimal ditentukan dengan menggunakan nilai *Akaike Information Criterion* (AIC) terkecil yaitu pada lag 2. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara kumulatif dalam dua periode waktu.

**Tabel 2.** Hasil Uji Lag Optimal

| Lag | Logl      | LR        | FPE       | AIC       | SC        | HQ        |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 0   | -2045,350 | NA        | 1449,463  | 18,63046  | 18,69216  | 18,65537  |
| 1   | -2017,396 | 54,63764  | 1300,242  | 18,52178  | 18,83029  | 18,64637  |
| 2   | -1948,193 | 132,7447  | 801,7442* | 18,03812* | 18,59344* | 18,26237* |
| 3   | -1932,861 | 28,85056* | 806,9309  | 18,04419  | 18,84633  | 18,36812  |

Sumber: *Eviews 13* (2024)

### Uji Stabilitas VAR

Sebelum melakukan investigasi lebih lanjut uji stabilitas VAR dilakukan. Jika hasil uji stabilitas VAR tetap konsisten, maka fungsi respon impuls dan dekomposisi varian dapat dianggap sah. Selama uji stabilitas VAR menunjukkan hasil yang stabil, kita dapat berasumsi bahwa fungsi respon impuls dan dekomposisi varian keduanya akurat.

**Tabel 3.** Hasil Uji Stabilitas VAR

| Kisaran Modulus   | Kesimpulan |
|-------------------|------------|
| 0,406218-0,649186 | Stabil     |

Sumber: *Eviews 13* (2024)

Hasil uji stabilitas VAR menunjukkan bahwa estimasi stabilitas VAR stabil pada *lag* 2 karena nilai modulusnya lebih rendah dari satu, seperti terlihat pada tabel 3. fungsi respon impuls dan analisis dekomposisi varian diandalkan dalam penelitian ini, dan uji stabilitas VAR ini menegaskan validitasnya.

### Uji Kointegrasi

Tujuan di balik uji kointegrasi adalah untuk mengidentifikasi hubungan jangka panjang antara variabel-variabel yang diteliti. Model VECM berfungsi untuk hubungan jangka panjang. Untuk mengetahui kemungkinan tingkat kointegrasi pada beberapa variabel, penelitian ini menggunakan Uji Kointegrasi Sistem Johansen (Basuki and Yusuf, 2018). Berdasarkan hipotesis alternatif, banyaknya persamaan terkointegrasi dapat diterima jika nilai *trace statistic* lebih besar dari *critical value* 5%.

**Tabel 4.** Hasil Uji Kointegrasi

| <i>Hypothesized</i> | <i>Eigenvalue</i> | <i>Trace</i>     | 0.05                  | Prob.**               |
|---------------------|-------------------|------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>No. of CE(s)</i> |                   | <i>Statistik</i> | <i>Critical Value</i> | <i>Critical Value</i> |
| <i>None*</i>        | 0,462580          | 369,3225         | 47,85613              | 0,0000                |
| <i>At most 1*</i>   | 0,403935          | 232,7079         | 29,79707              | 0,0000                |
| <i>At most 2*</i>   | 0,299238          | 118,8786         | 15,49471              | 0,0000                |
| <i>At most 3*</i>   | 0,168705          | 40,64949         | 3,841465              | 0,0000                |

Sumber: *Eviews 13* (2024)

Ketika membandingkan nilai *trace statistik* yang lebih besar dari *critical value*, Tabel 4 menunjukkan bahwa keempat variabel tersebut terkointegrasi. Kointegrasi dan hubungan jangka panjang antar variabel menjadikan *Vector Error Correction Model* (VECM) paling sesuai digunakan dalam penelitian ini.

### Uji Kausalitas Granger

Uji Kausalitas Granger menunjukkan hubungan satu arah atau dua arah yang terjadi antara dua variabel. Dalam uji kausalitas Granger, hubungan antara keduanya akan terlihat jelas jika probabilitasnya sama atau kurang dari 5%.

Tabel 5 memberikan bukti bahwa, IHSG signifikan mempengaruhi inflasi secara statistik, namun inflasi tidak signifikan terhadap IHSG. JIBOR dan inflasi saling tidak berpengaruh terhadap satu sama lain. Sedangkan variabel YOB berpengaruh signifikan terhadap inflasi, namun inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap YOB. Sehingga dalam penelitian ini disimpulkan hanya terjadi hubungan satu arah.

**Tabel 5.** Hasil Uji Kausalitas Granger

| No | Hipotesis Kausal                            | Probabilitas | Ket |
|----|---------------------------------------------|--------------|-----|
| 1  | <i>IHSG does not Granger Cause INFLASI</i>  | 0,0009       | **  |
|    | <i>INFLASI does not Granger Cause IHSG</i>  | 0,1451       | *   |
| 2  | <i>JIBOR does not Granger Cause INFLASI</i> | 0,1755       | *   |
|    | <i>INFLASI does not Granger Cause JIBOR</i> | 5,E-07       | *   |
| 3  | <i>YOB does not Granger Cause INFLASI</i>   | 0,0011       | **  |
|    | <i>INFLASI does not Granger Cause YOB</i>   | 0,2226       | *   |
| 4  | <i>JIBOR does not Granger Cause IHSG</i>    | 0,0589       | **  |
|    | <i>IHSG does not Granger Cause JIBOR</i>    | 0,0063       | **  |
| 5  | <i>YOB does not Granger Cause IHSG</i>      | 0,2403       | *   |
|    | <i>IHSG does not Granger Cause YOB</i>      | 0,4561       | *   |
| 6  | <i>YOB does not Granger Cause JIBOR</i>     | 9,E-08       | *   |
|    | <i>JIBOR does not Granger Cause YOB</i>     | 0,2662       | *   |

Sumber: *Eviews 13* (2024)



### Estimasi VECM

Berdasarkan pengujian sebelumnya, terdapat hubungan kointegrasi dan seluruh variabel dalam penelitian ini stasioner pada analisis  $1^{st}$  difference. Oleh karena itu, model terbaik yang digunakan adalah VECM. Dalam penelitian ini kami menggunakan estimasi VECM pada lag 2.

Pencarian korelasi antar variabel baik jangka panjang maupun jangka pendek dilakukan dengan membandingkan nilai t-statistik dengan t-tabel pada estimasi VECM dengan menggunakan  $df = n-k$  dan tingkat signifikan 5%. Jika t-statistik lebih besar dari nilai t-tabel (1,651175), maka hubungan variabel dianggap signifikan.

**Tabel 6.** Hasil Uji VECM

| Variabel              | Inflasi                 | IHSG                    | JIBOR                   | YOB                     | C                       |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <b>Jangka Panjang</b> |                         |                         |                         |                         |                         |
|                       | 1,000000                | 0,035591<br>[7,07139]   | -1,707317<br>[-2,58472] | -0,131562<br>[-0,19205] | 5,794877                |
| <b>Jangka Pendek</b>  |                         |                         |                         |                         |                         |
| (-1)                  | 0,106452<br>[1,55723]   | -0,000383<br>[-0,66557] | 0,120780<br>[0,96242]   | 0,251603<br>[2,49678]   | -0,009336<br>[-0,15115] |
| (-2)                  | -0,217506<br>[-3,09700] | 0,002175<br>[3,77625]   | 0,333970<br>[2,80206]   | 0,199526<br>[1,89255]   |                         |

Sumber: Eviews 13 (2024)

Persamaan model estimasi VECM jangka panjang ditunjukkan pada persamaan di bawah:

$$\text{Inflasi} = 5,794877 + 0,035591\text{IHSG} - 1,707317\text{JIBOR} - 0,13562\text{YOB} + e \dots \dots \dots (2)$$

Hasil estimasi VECM jangka panjang dibandingkan dengan nilai t tabel (1,651715) pada tingkat signifikansi 0,05 yang disajikan pada tabel 6. Variabel IHSG mempunyai pengaruh yang cukup signifikan dan positif terhadap inflasi dalam jangka panjang. Oleh karena itu, inflasi naik sebesar 0,035591% karena kenaikan IHSG. Karena JIBOR mempunyai dampak yang signifikan dan negatif terhadap inflasi, maka kenaikan JIBOR sebesar satu persen akan menyebabkan inflasi turun sekitar 1,707317%. Berbeda dengan dampak jangka panjang IHSG dan JIBOR yang merupakan pendorong utama inflasi, YOB tidak memiliki dampak tersebut.

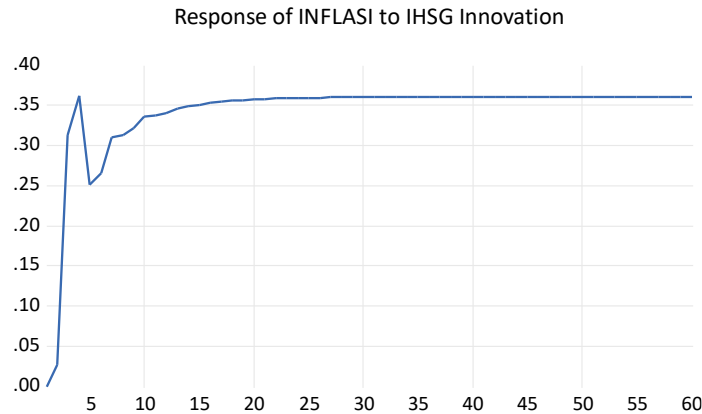
Sebaliknya perbandingan model VECM jangka pendek sebagai berikut:

$$D(\text{inflasi}) = -0,009336 + 0,002175\text{IHSG} + 0,333970\text{JIBOR} + 0,199526\text{YOB} + e \dots \dots \dots (3)$$

Dengan membandingkan nilai t-statistik dan t-tabel (1,651715) pada taraf signifikansi 0,05 pada tabel 6, terlihat bahwa IHSG, JIBOR, dan YOB mempunyai pengaruh jangka pendek terhadap inflasi. Setiap kenaikan satu poin pada variabel IHSG pada lag 2 maka inflasi akan naik minimal sebesar 0,002175 persen. Hal ini disebabkan variabel ini berpengaruh signifikan terhadap inflasi. Kenaikan JIBOR sebesar 1% menyebabkan kenaikan inflasi sebesar 0,333970% yang menunjukkan pengaruh positif dan signifikan variabel ini terhadap inflasi. Dengan dampak yang berkisar antara 0,199526% hingga 0,251603% untuk setiap kenaikan YOB sebesar 1%, maka variabel YOB berpengaruh positif dan signifikan terhadap inflasi.

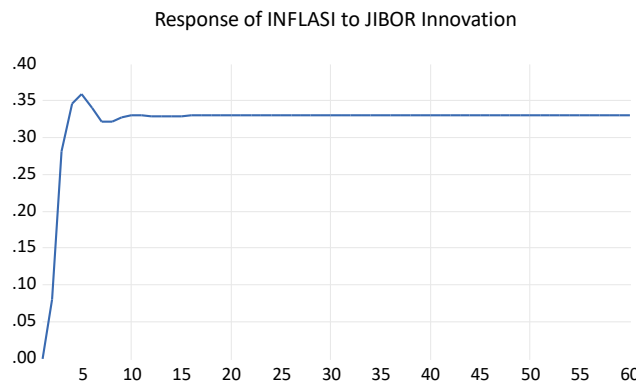
### Impulse Response Function

Dengan menggunakan hasil uji estimasi VECM, dilakukan analisis fungsi respon impuls (IRF) untuk mengetahui bagaimana guncangan mempengaruhi variabel terikat pada interval waktu yang berbeda setelah terjadinya guncangan. Guncangan tidak mempunyai efek jangka panjang terhadap variabel jika gambaran respon impuls bergeser ke arah atau kembali ke titik keseimbangan semula. Dengan asumsi bahwa IHSG, JIBOR, dan YOB semuanya mempengaruhi inflasi, penelitian ini bertujuan untuk memberikan gambaran bagaimana penerapan uji IRF.



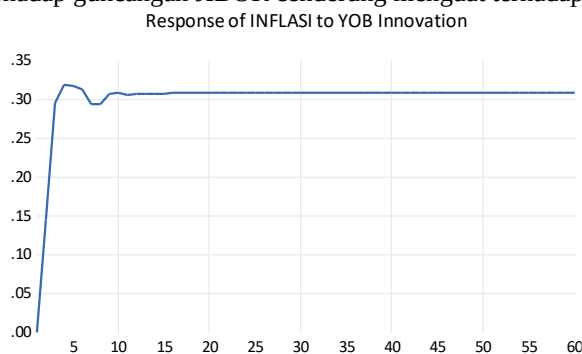
**Gambar 3. Uji IRF Respon Inflasi terhadap Guncangan IHSG**

Gambar 3 menunjukkan akibat guncangan IHSG, inflasi meningkat pada periode guncangan keempat. Jika guncangan tersebut berada satu standar deviasi dari IHSG, maka inflasi akan bereaksi positif terhadap guncangan tersebut, seperti terlihat pada gambar 3. Dari periode 5 hingga periode 7 menunjukkan beberapa variasi. Kemudian pada periode 8 hingga periode 60 (masa penelitian) diperkirakan akan tetap stabil. Oleh karena itu, reaksi inflasi terhadap guncangan IHSG kemungkinan akan semakin kuat seiring berjalannya waktu.



**Gambar 4. Uji IRF Respon Inflasi terhadap Guncangan JIBOR**

Gambar 4 menunjukkan guncangan JIBOR direspon positif oleh inflasi yang cenderung naik dari periode 2 ke periode 5, menurun hingga periode 8, dan kemudian berfluktuasi dari periode 9 ke periode 12. Kemudian, pada periode 13 meningkat dan diperkirakan stabil hingga periode 60 (periode penelitian). Artinya, respon inflasi terhadap guncangan JIBOR cenderung menguat terhadap inflasi.



**Gambar 5 Uji IRF Respon Inflasi terhadap Guncangan YOB**

Gambar 5 menunjukkan respon inflasi terhadap guncangan *yield* obligasi (YOB) bernilai positif meningkat dari periode 2 hingga periode 6, menurun hingga periode 8. Kemudian respon inflasi terhadap guncangan YOB naik dan berfluktuasi mulai dari periode 9 hingga periode 15 dan mencapai titik keseimbangan hingga periode 60 (periode pada penelitian).



## Variance Decomposition

Tabel 7. Hasil Uji Variance Decomposition

| Period | S.E.     | Inflasi  | IHSG     | JIBOR    | YOB      |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1      | 0,915903 | 100,0000 | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 |
| 2      | 1,412143 | 98,58436 | 0,036823 | 0,317654 | 1,061166 |
| 3      | 1,812638 | 91,09374 | 3,006399 | 2,599370 | 3,300490 |
| 4      | 2,182916 | 86,49032 | 4,819846 | 4,295092 | 4,394739 |
| 5      | 2,461654 | 84,56270 | 4,828230 | 5,502115 | 5,106953 |
| 6      | 2,696793 | 83,24020 | 4,994114 | 6,171579 | 5,594109 |
| 7      | 2,926757 | 82,42781 | 5,367391 | 6,450895 | 5,753905 |
| 8      | 3,145448 | 81,89151 | 5,633698 | 6,625976 | 5,848813 |
| 9      | 3,350426 | 81,32683 | 5,888651 | 6,795504 | 5,989012 |
| 10     | 3,546292 | 80,81093 | 6,156507 | 6,932226 | 6,100338 |

Sumber: Eviews 13 (2024)

Berdasarkan Tabel 7, inflasi pada periode pertama masih sepenuhnya didorong oleh inflasi itu sendiri. Di luar itu, pada periode 2 hingga periode terakhir, inflasi paling banyak dipengaruhi oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), JIBOR dan *yield* obligasi. Pengaruh masing-masing variabel terhadap inflasi semakin kuat seiring berjalannya waktu. Variabel yang paling dominan mempengaruhi inflasi adalah suku bunga pasar uang (JIBOR). Inflasi dipengaruhi suku bunga pasar uang (JIBOR) sebesar 0,31% pada periode 2. Setelah 10 periode, JIBOR berhasil menurunkan inflasi sebesar 6,93%. Setelah 10 periode, variabel IHSG mempengaruhi inflasi sebesar 6,15 persen. Setelah sepuluh periode, variabel YOB mempengaruhi inflasi sebesar 6,10 persen.

Inflasi dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh IHSG baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, menurut perhitungan VECM. Meskipun variabel JIBOR mempunyai pengaruh yang menguntungkan terhadap inflasi dalam jangka pendek, namun dampak jangka panjangnya adalah negatif. Sebaliknya, *yield* obligasi memang mempengaruhi inflasi dalam jangka panjang, namun hanya sedikit. Inflasi dapat dikurangi dengan menurunkan nilai aset (seperti obligasi dan saham) dan menaikkan suku bunga, menurut teori *q* Tobin dan efek kekayaan, yang didukung oleh temuan penelitian ini. Sebaliknya, ketika suku bunga turun, nilai aset seperti saham dan obligasi meningkat, sehingga menurunkan inflasi.

Hasil temuan ini mendukung sejumlah penelitian (Parulian and Mahendra, 2021; Firmansyah, 2022; Utami and Andrian, 2022) yang menunjukkan bahwa IHSG mempunyai dampak jangka panjang yang besar terhadap inflasi, namun tidak memiliki dampak dalam waktu singkat. Selain itu, temuan ini konsisten dengan penelitian lain (SE, 2020; Anam *et al.*, 2022; Rahmadiyah, Desmintari and Juliannisa, 2022). Hal ini terlihat dari suku bunga PUAB yang berdampak negatif terhadap inflasi dan memberikan perubahan yang substansial dan elastis terhadap inflasi (Ogundipe, 2013). Hasil temuan pada penelitian ini mendukung penelitian (Dahlén, 2018) di Swedia yang menunjukkan korelasi antara STIBOR dan inflasi. Temuan penelitian ini juga mendukung penelitian (Zhang and Huang, 2017) di Tiongkok, temuan ini menunjukkan bahwa YOB berdampak signifikan terhadap inflasi dalam jangka pendek namun tidak signifikan terhadap inflasi dalam jangka panjang.

## KESIMPULAN

Hasil analisis dan pembahasan sebelumnya melalui metode perhitungan VECM menunjukkan bahwa IHSG berpengaruh signifikan terhadap inflasi jangka panjang dan pendek. Inflasi dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh variabel JIBOR dalam jangka panjang, meskipun faktanya variabel tersebut memiliki pengaruh positif terhadap inflasi dalam jangka pendek. Sebaliknya, *yield* obligasi tidak mempengaruhi inflasi secara signifikan. Menurut Fungsi Respon Impuls, inflasi lebih sensitif terhadap guncangan IHSG dan JIBOR dibandingkan terhadap guncangan *yield* obligasi (YOB). Namun setelah periode 6, titik keseimbangan dicapai oleh respon inflasi terhadap guncangan IHSG, JIBOR dan *yield* obligasi (YOB). Temuan dari uji Dekomposisi varian menunjukkan bahwa JIBOR merupakan faktor dominan yang mempengaruhi inflasi, diikuti dengan IHSG dan *yield* obligasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adekunle, P.A. *et al.* (2018) 'Monetary policy transmission in Nigeria: how important is asset prices channel', *Microeconomics and Macroeconomics*, 6(3), pp. 55–66.
- Anam, M.S. *et al.* (2022) 'Analysis of the Transmission of Conventional and Islamic Monetary Policy: Study on Inflation and Economic Growth', *International Journal of Islamic Business and*

- Economics (IJIBEC)*, 6(2), pp. 110–124.
- Andriani, F. and Mohamad, R. (2022) ‘Urgensi Bank Sentral Indonesia Dalam Mengendalikan Laju Inflasi Melalui Sektor Riil’, *Mutazawin (Jurnal Ekonomi Syariah)*, 3(1), pp. 1–15.
- Baftijari, A., Hebibi, L. and Tahiri, H. (2023) ‘Cause-Effect Relationship Between Inflation and the Financial Sector in the Republic of North Macedonia’, *Economic Vision International Scientific Journal in Economics, Finance, Business, Marketing, Management and Tourism*, 10(19–20), pp. 17–27.
- Basuki, A.T. and Yusuf, A.I. (2018) ‘Aplikasi Model VECM Dalam Riset Ekonomi’, Retrieved from *ekonometrikblog.wordpress.com/page/2* [Preprint].
- Dahlén, A. (2018) ‘The Performance of the Interest Rate-Weapon’: A Study on the Long-Run Relationship between Stibor T/N and the Inflation in Sweden’.
- Dan, H. (2013) ‘The asset price channel and its role in monetary policy transmission’, *The Annals of the University of Oradea*, (1), pp. 445–454.
- Fatihah, V. and Pasaribu, E. (2024) ‘Analysis of Factors Affecting The Demand For Money in Indonesia’, *JIMEA | Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi)*, 8(1), pp. 1977–1991.
- Fauziyah, F. (2015) ‘Analisis mekanisme transmisi kebijakan moneter konvensional dan syariah melalui jalur harga aset terhadap inflasi di Indonesia periode 2011–2014’.
- Firmansyah, M. (2022) ‘Efektivitas Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Jalur Kredit Perbankan Dan Harga Aset Dalam Sasaran Akhir Inflasi’, *At-Tadbir: jurnal ilmiah manajemen*, 6(2), pp. 191–203.
- Gandhi, E.A. et al. (2022) ‘Investasi Asing Langsung dan Pertumbuhan Ekonomi: Perbandingan Empiris Indonesia dan Singapura’, *Ecoplan*, 5(2), pp. 159–170.
- Khundrakpam, J.K. and Jain, R. (2012) ‘Monetary policy transmission in India: A peep inside the black box’, *RBI Working paper series*, 11(50903), p. pp 1–45.
- Mehedi Nizam, A. (2021) ‘Impact of e-money on money supply: Estimation and policy implication for Bangladesh’, *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Available at: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3916272>.
- Nyakerario Misati, R. and Morekwa Nyamongo, E. (2012) ‘Asset prices and monetary policy in Kenya’, *Journal of Economic studies*, 39(4), pp. 451–468.
- Ogundipe, A.A. (2013) ‘Interest Rate Pass-Through to Macroeconomic Variables: The Nigerian Experience’, *International Journal of Economics and Finance*, 5(10), pp. 18–35. Available at: <https://doi.org/10.5539/ijef.v5n10p18>.
- Ouyang, A.Y. and Rajan, R.S. (2019) ‘The impact of financial development on the effectiveness of inflation targeting in developing economies’, *Japan and the World Economy*, 50(April), pp. 25–35. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2019.03.003>.
- Parulian, T. and Mahendra, A. (2021) ‘The Effect of the Fed Rate, Exchange Rate and Economic Growth on the IHSG with Inflation as a Moderating Variable’, *International Journal of Research and Review*, 8(7). Available at: <https://doi.org/10.52403/ijrr.20210735>.
- Pasaribu, E., Ekaputri, R.A. and Yefriza, Y. (2023) ‘Effectiveness of Monetary Policy in Indonesia’, *Integrated Journal of Business and Economics*, 7(2), p. 445. Available at: <https://doi.org/10.33019/ijbe.v7i2.645>.
- Pasaribu, E., Febriani, R.E. and Septriani (2020) ‘Efektifitas Transmisi Kebijakan Moneter Indonesia Jalur Nilai Tukar Pada Masa Pandemi Covid-19’, *PARETO*, 3(3(2)), pp. 35–50. Available at: <https://doi.org/https://doi.org/10.32663/pareto.v3i2.1493>.
- Phimmahasay, K. et al. (2024) ‘Lao PDR Economic Monitor-Fiscal Policy for Stability: Thematic Session-Improving Revenue Mobilization’, *world bank group*, 1, p. pp 1–51.
- Pradikta, M.B.W., Ekaputri, R.A. and Pasaribu, E. (2023) ‘Comparison of Inflation and Economic Growth as Monetary Policy Targets in Indonesia for The Period 2002–2021’, *Sriwijaya International Journal Of Dynamic Economics And Business*, 7(3), pp. 257–274. Available at: <https://doi.org/https://doi.org/10.29259/sijdeb.v7i3.257-274>.
- Rahmadiyah, I.A., Desmintari, D. and Juliannisa, I.A. (2022) ‘Dampak Instabilitas Inflasi, BI Rate dan Kurs terhadap Suku Bunga PUAB 2009–2019’, *Jurnal Indonesia Sosial Teknologi*, 3(06), pp. 713–723.
- SE, D.N. (2020) ‘Analisis komparasi mekanisme transmisi kebijakan moneter konvensional dan syariah saluran harga aset terhadap inflasi di Indonesia’, *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, 8(2).
- Utami, Y.A. and Andrian, T. (2022) ‘Analisis Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Saluran Harga Aset’, *Jurnal Impresi Indonesia*, 1(9), pp. 969–993.
- Warjiyo, P. (2016) ‘Bauran kebijakan bank sentral: konsepsi pokok dan pengalaman Bank Indonesia’, *Language*, 8(55p), p. 23cm.

- Warjiyo, P. (2017a) *Kebijakan moneter di indonesia*. Pusat Pendidikan Dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia.
- Warjiyo, P. (2017b) *Mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia*. Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia.
- Williams, C. and Robinson, W. (2016) *Evaluating the Transmission Mechanism of Monetary Policy in Jamaica: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach with Time Varying Coefficients*. Bank of Jamaica Working Paper.
- Zaman, K. and Ahmed, M. (2010) 'Impact of Financial Development on Inflation: Evidence from Pakistan (1974-2007) Waseem Ikram', *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)*, 30(1), pp. 31–44.
- Zhang, H. and Huang, H. (2017) 'An Empirical Study of the Asset Price Channel of Monetary Policy Transmission in China', *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(6), pp. 1278–1288. Available at: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1230493>.