

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia Melalui Sistem Moneter Syariah

Sugianto, Hendra Harmain dan Nurlela Harahap
Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN SU
sugianfa@gmail.com

Abstract

This study aims to identify the monetary transmission process from Islamic financing of Islamic banks mechanisms in Indonesia and prove whether the Islamic financing mechanism will create a balance between the monetary and the real sector, causing a reduction in the rate of inflation. The variables of this study were the rate of inflation, PUAS, SBIS and Islamic financing of Islamic banks using time series data. Data were analyzed using the VAR. The results showed that in the short term total PUAS, total SBIS and total Islamic financing of Islamic bank in a stable relationship to the rate of inflation.

Keywords: *transmisi moneter, PUAS, SBIS, syariah*

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

Kata kunci: *transmisi moneter, PUAS, SBIS, syariah*

Pendahuluan

Persoalan utama yang perlu mendapat perhatian secara mendalam terkait dengan kebijakan moneter adalah apakah proses kebijakan moneter, khususnya mekanisme transmisi, memiliki hubungan yang positif terhadap ekonomi sektor riil. Dalam konteks ekonomi Islam, sektor moneter haruslah memiliki keterkaitan dengan sektor riil. Karena jika sektor moneter tidak memiliki dampak langsung terhadap ekonomi sektor riil, dapat dipastikan bahwa ekonomi berkembang dalam lingkaran ribawi. Mekanisme transmisi adalah saluran atau mekanisme yang menjembatani kebijakan moneter dan ekonomi (Pohan, 2008).

Moneteris berargumentasi bahwa uang sangat penting dalam mempengaruhi *output*. Sebaliknya, Keynes berargumentasi bahwa terdapat variabel lain yang juga mempengaruhi *output* riil, seperti pengeluaran pemerintah. Para ahli ekonomi moneter belakangan ini bersepakat dengan para pembuat kebijakan bahwa kebijakan moneter mempengaruhi sektor riil, setidaknya dalam jangka pendek (Alam and Waheed, 2006). Bernanke dan Gertler menekankan mekanisme transmisi moneter pada saluran kredit, sementara Obstfeld dan Rogoff memilih untuk menekankan konsep mekanisme transmisi kelanjutan dari kebijakan nilai tukar (McCallum dlm. Hardianto, 2004). Beberapa ekonom sepakat bahwa mekanisme transmisi adalah proses perantara yang menyebabkan perubahan dalam GDP riil begitu juga inflasi melalui mekanisme kebijakan moneter.

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 (Warjiyo, Perry and Solikin, 2003). 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 (Warjiyo, 2003). 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 (Hardianto, 2004).

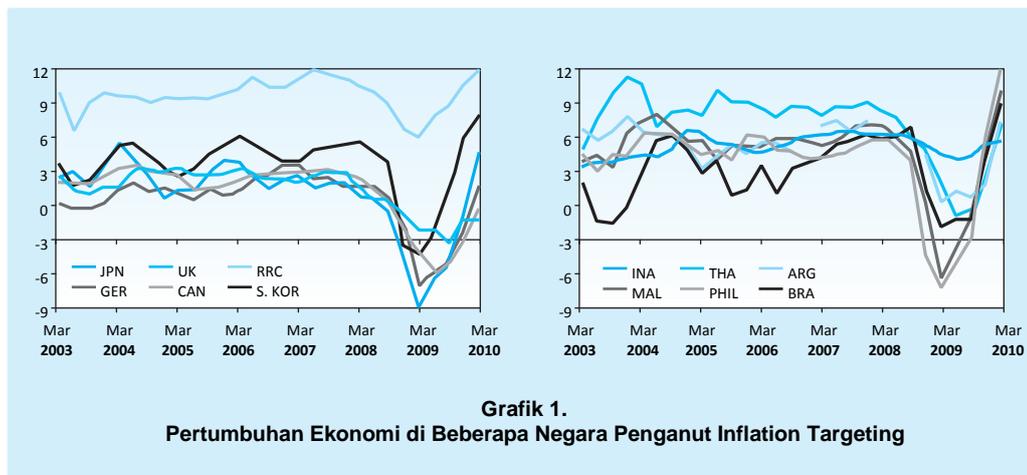
Sejak dikeluarkannya UU Perbankan yang baru tahun 1998, Indonesia secara *de jure* telah menerapkan sistem perbankan ganda, ketika bank konvensional dan bank syariah dapat beroperasi berdampingan di seluruh wilayah Indonesia. Sedangkan, sejak dikeluarkannya UU Bank Indonesia yang baru tahun 1999, Bank Indonesia telah diberi amanah sebagai otoritas moneter ganda yang dapat menjalankan kebijakan moneter konvensional maupun syariah. Sejak saat itu perbankan dan keuangan syariah berkembang pesat.

Pada tahun 2000, ada dua bank syariah dan tiga unit usaha syariah (UUS) dengan 65 kantor dan hanya menguasai 0,17% dari total aset. Sementara pada akhir 2013, sudah berdiri 11 bank syariah, 23 UUS dan 163 BPRS dengan total 12990 kantor dan 1263 loket *office channeling* di bank konvensional. Pertumbuhan bank syariah di Indonesia dapat dilihat dari jumlah simpanan dan perluasan pembiayaan. Pada tahun 2000, jumlah simpanan mencapai 1,03 triliun rupiah dan pembiayaan mencapai 1,27 triliun rupiah, dengan FDR (*financing to deposit ratio*) 123%. Pada akhir tahun 2013, jumlah simpanan tumbuh 59,02% per tahun dan mencapai 183,534 triliun rupiah, sedangkan pembiayaan tumbuh 75,36% per tahun dan mencapai 184,122 triliun rupiah, dengan FDR 100,32%. Tingkat FDR ini merupakan pencapaian yang tinggi, jika dibandingkan dengan bank syariah di negara-negara lain, dan juga jauh melampaui LDR (loan to deposit ratio) bank konvensional di Indonesia, yang hanya mencapai 75,21%.

Dari sisi moneter, Bank Indonesia memperkenalkan instrumen moneter syariah pertama pada tahun 2000, yaitu Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI), yang masih bersifat pasif. Dengan semakin tumbuh pesatnya perbankan syariah, pada tahun 2008 Bank Indonesia mengganti SWBI dengan instrumen moneter syariah yang lebih baik, yaitu Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) yang berdasarkan pada akad *Ju'alah*.

Sementara itu, sejak Juli 2005 Bank Indonesia sebagai otoritas moneter di Indonesia telah menerapkan *full-fledged inflation targeting*, yaitu framework kebijakan moneter yang dicirikan dengan pengumuman resmi target inflasi untuk

rentang waktu tertentu dan kebijakan moneter dilaksanakan oleh bank sentral yang independen untuk mencapai target dengan tingkat transparansi dan kredibilitas yang tinggi. *Inflation targeting framework* telah diterapkan oleh sebagian besar bank sentral, khususnya di negara maju, dalam tujuh belas tahun terakhir, sehingga transmisi suku bunga (*interest rate pass-through*) telah lebih banyak menarik perhatian dari sebelumnya. Penerapan *inflation targeting framework* secara empiris terbukti di beberapa negara maju maupun negara berkembang dapat mengontrol inflasi pada tingkat yang relatif rendah (baca Grafik 1), kecuali Argentina dan Indonesia.



Grafik 1.
Pertumbuhan Ekonomi di Beberapa Negara Penganut Inflation Targeting

Tahun 1992 berdiri bank syariah yang pertama di Indonesia, yaitu Bank Muamalat Indonesia. Dengan pendirian bank syariah pertama tersebut, maka di Indonesia memiliki dua sistem perbankan (*dual banking system*), yaitu *Interest Rate System* (IRS) atau sistem tingkat suku bunga dan *Profit and Lost Sharing System* (PLSS) atau *Free Interest Rate System* (FIRS), yaitu sistem bagi hasil atau sistem bebas bunga. Sejak sistem syariah memiliki instrumen SWBI (Sertifikat Wadiah Bank Indonesia), maka Indonesia memiliki sistem moneter ganda; sistem suku bunga dan sistem bagi hasil.

Mirakhor dalam Alaró dan Hakeem (2011) memberikan definisi bahwa *Islamic financial system as one in which there are no risk free assets and where all financial agreements are based on risk and profit and loss sharing*. Semua aset keuangan adalah tuntutan-tuntutan yang kontingen dan tidak ada instrumen utang dengan suku bunga bebas atau mengambang. Model sistem keuangan seperti saham ekuitas non-spekulatif, yang mengharuskan tingkat pengembalian aset keuangan ditentukan oleh hasil yang positif. Di bawah sistem keuangan Islam,

bank tidak membuat kontrak pinjaman berbasis bunga dan tidak menciptakan atau menghancurkan uang. Bank berpartisipasi secara langsung dalam produksi dan kegiatan perdagangan berbasis bagi hasil.

Keberadaan sistem bagi hasil memungkinkan akan terjadinya migrasi debitur dari sistem bunga ke sistem bagi hasil. Pada kenyataannya, mekanisme pengganti ini akan menyebabkan terjadi suatu *lack* dalam kebijakan moneter. Kemungkinan lain adalah akan mengurangi efek negatif yang disebabkan oleh penurunan pinjaman konvensional. Fenomena penurunan ini terjadi karena mekanisme pembiayaan syariah menciptakan keseimbangan antara sektor moneter dan riil. Oleh karena itu, penambahan pangsa pembiayaan syariah akan mengurangi tingkat inflasi.

Penelitian ini akan mencoba untuk mengidentifikasi proses transmisi moneter dari mekanisme pembiayaan syariah di bank syariah di Indonesia. Kedua, penelitian ini ingin membuktikan apakah mekanisme pembiayaan syariah akan menciptakan keseimbangan antara sektor moneter dan riil sehingga menyebabkan pengurangan tingkat inflasi. Oleh karena itu, studi ini juga mengukur seberapa efektif instrumen moneter syariah sesuai dengan kebutuhan sektor riil.

Kerangka Teori

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.

Dalam literatur ekonomi konvensional, menurut Djohanputro (2006), Kebijakan moneter merupakan tindakan pemerintah dalam rangka mencapai tujuan pengelolaan ekonomi makro (output, harga dan pengangguran) dengan cara mempengaruhi situasi makro melalui pasar uang atau dengan kata lain melalui

proses penciptaan uang atau jumlah uang beredar. Demikian halnya yang dikemukakan oleh Bofinger (2001) yang menyatakan bahwa *monetary policy is manipulating of monetary instruments in order to achieve price stability, low unemployment and sustainable economic growth*. Institusi yang diberikan otoritas untuk melaksanakan kebijakan moneter ini biasanya berbentuk bank sentral atau monetary authority suatu negara sebagai wakil dari pemerintah.

Hal ini berlandaskan pada pemikiran aliran monetarist yang mengemukakan bahwa pertumbuhan uang beredar merupakan unsur yang dapat diandalkan dalam perkembangan moneter. Pendiri mazhab monetarist, Milton Friedman, mengatakan bahwa perubahan dalam jumlah uang beredar sangat berpengaruh pada tingkat inflasi pada jangka panjang dan juga perilaku Gross National Product (GNP) riil. Selain itu aliran monetarist mengemukakan adanya kekuatan pasar dan pengaruh sumberdaya yang menyatakan turunnya suku bunga akan mendorong investasi dan turunnya tingkat harga akan mendorong konsumsi (*pigou effect*). Hal lainnya adalah pendapat kaum monetaris mengenai fluktuasi ekonomi yang terjadi karena terjadinya lonjakan dalam jumlah uang beredar yang disebabkan karena kebijakan yang ekspansif yang diambil oleh pemerintah. Aliran monetarist lebih menggerakkan ekonomi dari sisi moneter.

Konsep Mekanisme Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter, menurut Taylor (dalam Pohan, 2008:12) adalah *“the process through which monetary policy decisions are transmitted into changes in real GDP and inflation.”* Mekanisme transmisi moneter dimulai sejak otoritas moneter atau bank sentral bertindak menggunakan instrumen moneter dalam pelaksanaan kebijakan moneternya sampaiterlihat pengaruhnya terhadap aktivitas perekonomian, baik secara langsung maupun secara bertahap. Pengaruh kebijakan tersebut terhadap kegiatan ekonomi akan terjadi melalui berbagaisaluran atau *channel*, yaitu saluran uang (langsung), saluran suku bunga, saluran kredit, saluran nilai tukar, saluran harga aset dan saluran ekspektasi (Pohan, 2008).

Mengingat kompleksitasnya, dalam teori ekonomi moneter, mekanisme transmisi kebijakan moneter biasa disebut sebagai *“black box”* (Mishkin dalam Pohan, 2008). Alasannya adalah bahwa, transmisi moneter ini banyak dipengaruhi oleh tiga faktor dominan, yaitu (1) perubahan perilaku bank sentral, industri

perbankan dan pelaku ekonomi dalam berbagai kegiatan ekonomi dan keuangan; (2) lamanya tenggat waktu (*time lag*) sejak pelaksanaan otoritas kebijakan moneter sampai tercapainya sasaran terakhir; dan (3) terjadinya perubahan pada saluran-saluran transmisi moneter itu sendiri seiring dengan perkembangan ekonomi dan keuangan di negara bersangkutan (Pohan, 2008).

Dalam ekonomi tradisional dan bersifat tertutup di mana bank hanya satu-satunya lembaga keuangan, hubungan antara uang beredar dan aktivitas ekonomi riil masih relatif kuat. Namun, sejalan dengan berkembangnya perekonomian suatu negara dan semakin majunya sektor keuangan, keterkaitan uang beredar dengan sektor riil menjadi semakin merenggang. Bahkan, sebagian besar dana lembaga keuangan terus berputar dan terkonsentrasi di sektor keuangan saja dan tidak menyentuh sektor riil. Seperti pola hubungan variabel-variabel ekonomi dan keuangan yang berubah dan semakin tidak erat tersebut akan berpengaruh pada lamanya tenggat waktu mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Sementara itu dalam suatu perekonomian terbuka sejalan dengan arus globalisasi, perkembangan perekonomian suatu negara juga akan dipengaruhi oleh perkembangan perekonomian di negara lain. Pengaruhnya ini dapat terjadi melalui fluktuasi nilai tukar mata uang, kegiatan ekspor dan impor serta arus dana masuk dan keluar dari negara yang bersangkutan. Dalam kondisi seperti ini, peran saluran transmisi seperti suku bunga, kredit dan nilai tukar menjadi semakin penting. Begitu juga dengan peranan saluran harga aset, seperti obligasi dan saham, dan spektasi juga semakin perlu dicermati.

Tahapan Mekanisme Moneter

Pada dasarnya transmisi kebijakan moneter merupakan interaksi antara bank sentral sebagai otoritas moneter dengan perbankan dan lembaga keuangan lainnya, serta pelaku ekonomi lainnya di sektor riil. Interaksi ini terjadi melalui dua tahapan proses perputaran uang. Pertama, interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan lembaga keuangan lainnya dalam berbagai transaksi di pasar keuangan. Kedua, interaksi yang berkaitan dengan fungsi intermediasi antara industri perbankan dan lembaga keuangan lainnya dengan para pelaku ekonomi dalam berbagai kegiatan di sektor riil (Pohan, 2008).

Tahap pertama dari interaksi di pasar keuangan terjadi di sistem pengendalian moneter tidak langsung yang umum dilakukan yaitu melalui

lembaga keuangan perantara (industri perbankan). Di satu sisi, bank sentral melakukan operasi moneter melalui transaksi keuangan dengan industri perbankan, sedangkan di sisi lain, perbankan dan lembaga keuangan lainnya melakukan transaksi keuangan dalam portofolio investasinya. Interaksi ini akan terjadi melalui pasar keuangan atau pasar valuta asing. Interaksi antara bank sentral dengan perbankan sedemikian rupa akan mempengaruhi volume maupun harga-harga aset (suku bunga, nilai tukar, kewajiban hasil dan harga saham).

Tahap kedua dari interaksi transmisi kebijakan moneter melibatkan dunia perbankan dengan para pelaku ekonomi di sektor riil. Dalam konteks ini, perbankan bertindak sebagai lembaga intermediasi, yaitu memobilisasi dana pihak ketiga dalam bentuk tabungan atau deposito dan menyalurkannya kepada debitur atau dunia usaha. Dari perspektif mobilisasi, interaksi ini akan mempengaruhi tingkat suku bunga, volume tabungan dan deposito yang merupakan bagian dari uang beredar M_1 (dalam arti sempit) dan M_2 (dalam arti luas). Dalam kondisi di mana perbankan ingin meningkatkan tabungan atau deposito mereka, ceteris paribus, suku bunga akan dinaikkan untuk merangsang preferensi simpanan masyarakat.

Sementara dari sisi kredit, interaksi tersebut akan mempengaruhi pertumbuhan kredit /pembayaan perbankan. Jika bank ingin meningkatkan ekspansi kredit/pembayaannya, ceteris paribus, suku bunga akan turun sedemikian sehingga mendorong peningkatan masyarakat untuk meminjam atau untuk memiliki pembiayaan dari bank.

Saluran Transmisi Kebijakan Moneter

Seperti telah dibahas sebelumnya sejalan dengan pertumbuhan ekonomi yang pesat dan perubahan struktural dalam sektor moneter, terdapat setidaknya enam saluran mekanisme transmisi kebijakan moneter yang telah umum dikemukakan dalam teori moneter kontemporer. Keenam saluran tersebut adalah saluran moneter langsung (*direct monetary channel*), saluran suku bunga (*interest rate channel*), saluran kredit (*credit channel*), saluran nilai tukar, saluran harga aset (*asset price channel*) dan ekspektasi (*expectation channel*).

Transmisi kebijakan moneter melalui saluran langsung atau saluran uang mengacu pada teori klasik tentang peranan uang dalam perekonomian, yang pertama kali dibahas oleh Fisher dalam Teori Kuantitas Uang atau *Quantity*

Theory of Money. Pada dasarnya teori ini menggambarkan kerangka yang jelas tentang analisis hubungan langsung antara uang beredar dan harga yang dinyatakan oleh persamaan populer: $MV = PT$. Dalam kondisi keseimbangan, jumlah uang beredar yang digunakan dalam berbagai transaksi ekonomi (MV) adalah sama dengan total output nominal yang dihitung dengan harga berlaku yang ditransaksikan dalam suatu perekonomian. Teori kuantitas uang ini menekankan bahwa permintaan uang oleh masyarakat semata-mata untuk keperluan transaksi. Dalam perkembangannya, pendekatan ini telah direvisi oleh Keynes, yang menyatakan bahwa motif permintaan uang adalah untuk keperluan transaksi, berjaga-jaga dan spekulasi.

Berbeda dengan saluran langsung yang menekankan pada aspek kuantitas proses perputaran uang dalam perekonomian, saluran suku bunga lebih menekankan pada pentingnya aspek harga di pasar keuangan terhadap berbagai aktivitas ekonomi di sektor riil. Dalam konteks ini, kebijakan moneter yang ditempuh oleh bank sentral akan mempengaruhi perkembangan suku bunga di sektor keuangan dan selanjutnya akan mempengaruhi inflasi dan output riil. Pada tahap pertama, operasi moneter bank sentral akan mempengaruhi suku bunga jangka pendek seperti bunga SBI dan suku bunga pasar uang antar bank (PUAB). Pada akhirnya, perubahan ini akan berpengaruh terhadap perubahan suku bunga deposito bank serta suku bunga kredit. Biasanya, proses perubahan suku bunga bank kepada nasabah tidak akan terjadi segera tetapi ada tenggang waktu karena kondisi internal bank dalam pengelolaan aset dan kewajibannya.

Langkah selanjutnya adalah transmisi suku bunga dari sektor keuangan ke sektor riil akan tergantung pada pengaruhnya terhadap permintaan konsumsi dan investasi. Pengaruh suku bunga terhadap konsumsi berkaitan erat dengan peranan bunga sebagai komponen pendapatan bagi nasabah dari deposito (*income effect*) dan bunga kredit sebagai sumber pembiayaan konsumsi (*substitution effect*). Sementara itu, pengaruh suku bunga terhadap permintaan investasi terjadi karena bunga kredit merupakan komponen biaya modal (*cost of capital*), di samping yield obligasi dan dividen saham. Pengaruh perubahan suku bunga terhadap konsumsi dan investasi selanjutnya akan diikuti berpengaruhnya terhadap permintaan agregat dan pada akhirnya akan menentukan tingkat inflasi dan output riil.

Pendekatan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran kredit didasarkan pada asumsi bahwa tidak semua simpanan masyarakat dalam bentuk uang (M_1 Dan M_2) disalurkan oleh bank dalam bentuk kredit. Dengan kata lain, fungsi intermediasi perbankan tidak akan berjalan sempurna. Artinya bahwa peningkatan simpanan bank (dana pihak ketiga) tidak akan secara otomatis diikuti oleh peningkatan kredit atau pembiayaan. Yang paling berpengaruh terhadap ekonomi riil adalah kredit/pembiayaan perbankan, bukan simpanan masyarakat (Pohan, 2008).

Mengenai interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan sektor riil, pada langkah pertama interaksi antara bank sentral dan perbankan terjadi di pasar uang domestik. Interaksi ini mempengaruhi tidak hanya perkembangan suku bunga jangka pendek di pasar uang, tetapi juga berpengaruh terhadap volume dana yang dialokasikan oleh bank-bank dalam bentuk instrumen likuiditas dan dalam pemberian kredit (pembiayaan). Langkah selanjutnya, transmisi kebijakan moneter dari perbankan ke sektor riil melalui pemberian kredit yang dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik faktor internal maupun faktor eksternal. Oleh karena itu, pertumbuhan pembiayaan/kredit selanjutnya akan berpengaruh ke sektor riil, seperti kegiatan konsumsi, investasi dan produksi. Pada gilirannya mempengaruhi harga barang dan jasa.

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, 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 (Pohan, 2008).

Tahap berikutnya, perubahan nilai tukar berpengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap perkembangan harga-harga barang dan jasa di dalam

negeri. Pengaruh langsung (*direct exchange rate pass-through*) terjadi karena perubahan nilai tukar mempengaruhi pola pembentukan harga oleh perusahaan dan ekspektasi inflasi oleh masyarakat, khususnya terhadap barang impor. Sedangkan pengaruh tidak langsung terjadi karena perubahan nilai tukar mempengaruhi kegiatan ekspor dan impor, yang pada gilirannya berdampak pada output dan perkembangan harga-harga barang dan jasa.

Perubahan harga aset, baik dalam hal aset keuangan (obligasi dan saham) maupun aset fisik (properti dan emas), banyak dipengaruhi secara langsung oleh kebijakan moneter. Bahkan, portofolio investasi menyebabkan transmisi ini terjadi tidak hanya berupa simpanan di bank dan instrumen lain di pasar uang, tetapi juga dalam bentuk obligasi dan saham serta aset fisik. Perubahan suku bunga serta nilai tukar akan berpengaruh terhadap volume transaksi dan harga obligasi, saham dan aset fisik. Selanjutnya, perubahan harga aset tersebut pada gilirannya akan berpengaruh terhadap kegiatan di sektor riil seperti permintaan terhadap konsumsi baik karena efek kekayaan yang dimiliki (*wealth effect*) maupun akibat perubahan hasil penanaman aset finansial dan aset fisik (*substitution and income effect*) (Pohan, 2008).

Sebagai bagian dari kondisi di atas, pengaruh harga aset terhadap sektor riil juga terjadi pada permintaan investasi oleh dunia usaha. Hal ini terkait dengan dampak perubahan harga aset tersebut dengan biaya struktur produksi dan investasi di mana pada akhirnya akan berpengaruh terhadap permintaan agregat, output maupun inflasi.

Satu hal yang harus mendapat perhatian yang lebih dalam konteks kebijakan moneter adalah ekspektasi masyarakat terhadap inflasi. Teori ekspektasi menyatakan bahwa jika masyarakat cukup rasional, mereka akan mengambil tindakan atau membuat perencanaan tertentu untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya inflasi. Antisipasi bisa berupa pengurangan jumlah uang yang mereka pegang dengan membelanjakannya ke dalam bentuk barang-barang riil sehingga risiko kerugian yang disebabkan oleh inflasi dapat dihindari (Pohan, 2008).

Ekspektasi terhadap kenaikan harga akan mendorong kenaikan tingkat suku bunga. Bahkan jika kenaikan suku bunga lebih kecil dari kenaikan harga, secara riil *rate of return* atas aset finansial menurun. Situasi penurunan ini kemudian akan mendorong orang untuk mengalihkan aset mereka dari aset keuangan ke aset

riil. Saluran transmisi kebijakan moneter yang telah dijelaskan di atas, secara ringkas dapat dilihat pada gambar 1.

Transmisi Kebijakan Moneter Islam

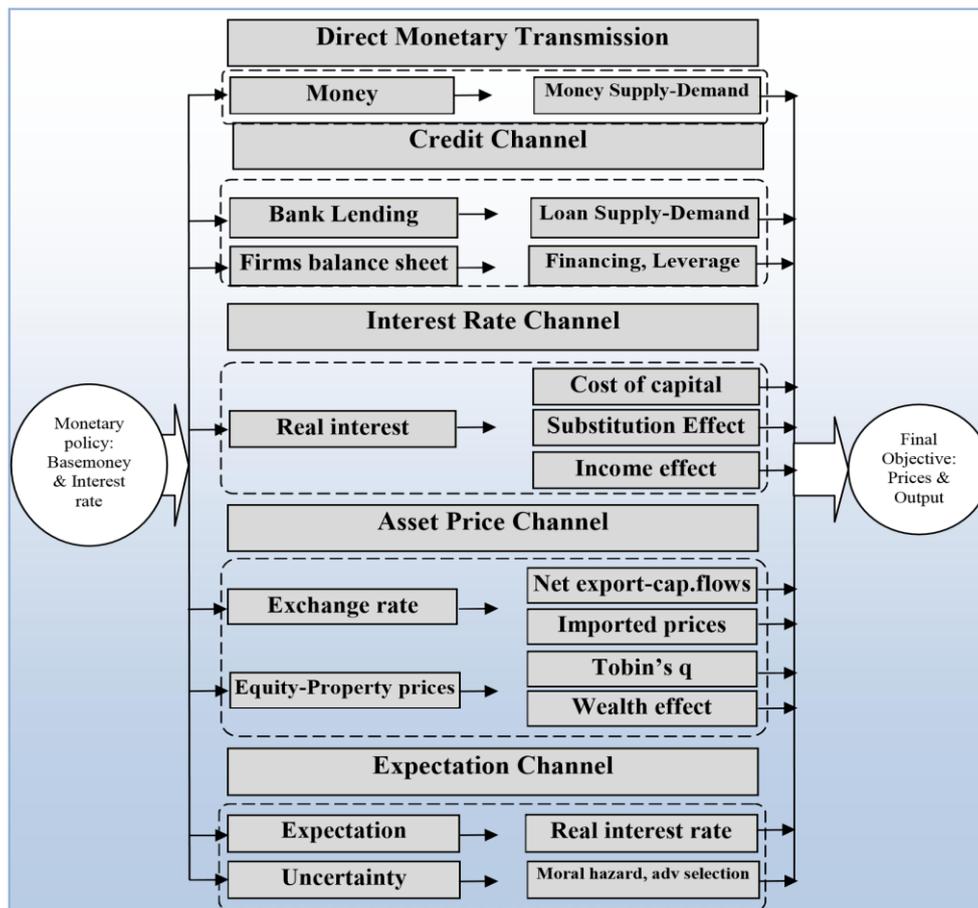
Salah satu pionir pengembang teori ekonomi moneter Islam kontemporer adalah Muhammad Umer Chapra dengan bukunya *Towards a Just Monetary System* (1985). *Setting* institusi keuangan Islam kontemporer tidak jauh berbeda dengan *setting* institusi keuangan konvensional yang sudah mapan, sehingga instrument-instrumen 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 instrument 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 (lihat Siddiqui, 2007).

Namun demikian, beberapa studi empiris mulai bermunculan untuk melihat adanya transmisi kebijakan moneter Islam dengan karakteristiknya. Sukmana dan Kassim (2010) merupakan upaya awal untuk mengetahui adanya transmisi kebijakan moneter pada jalur pembiayaan melalui perbankan Syariah Malaysia ke pertumbuhan ekonomi, yang dirumuskan secara sederhana sebagai berikut.

$$IPI = f(IF, ID, ONIGHT)$$

Dimana IPI adalah *Industrial production index* sebagai proksi pertumbuhan ekonomi atau output, IF adalah pembiayaan perbankan Syariah, ID adalah pendanaan atau dana pihak ketiga/DPK perbankan Syariah, dan ONIGHT adalah suku bunga *overnight* di pasar uang antarbank sebagai indikator kebijakan moneter.

Gambar 1. Saluran transmisi kebijakan moneter



Source: Warjiyo (2003)

Hal yang sama untuk kasus Indonesia telah dilakukan oleh Ascarya (2010) dengan tujuan untuk mengetahui adanya transmisi kebijakan moneter pada jalur pembiayaan melalui perbankan Syariah Indonesia ke tujuan akhir kebijakan moneter, yaitu pertumbuhan ekonomi dan kestabilan nilai uang, yang dirumuskan secara sederhana sebagai berikut.

$$IPI = f(IFIN, IDEP, PUAS, SBIS)$$

Dan

$$CPI = f(IFIN, IDEP, PUAS, SBIS)$$

Dimana IPI adalah *Industrial production index* sebagai proksi pertumbuhan ekonomi atau output, CPI adalah *Consumer price index* sebagai proksi inflasi, IFIN adalah pembiayaan perbankan Syariah, IDEP adalah pendanaan atau dana pihak ketiga/DPK perbankan Syariah, dan PUAS adalah suku bunga satu hari di pasar uang antar bank Syariah, dan SBIS adalah imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah sebagai indikator kebijakan moneter.

Selain itu, Ayuniyyah, et al. (2010) meneliti transmisi kebijakan moneter ganda di Indonesia dalam rangka mencapai tujuan pertumbuhan ekonomi, yang dapat dirumuskan secara sederhana sebagai berikut.

$$IPI = f(nIFIN, nCCRD, iIFIN, iCCRD, nIDEP, nCDEP, iIDEP, iCDEP, SBIS, SBI)$$

Dimana IPI adalah *Industrial production index* sebagai proksi pertumbuhan ekonomi atau output, nIFIN adalah jumlah pembiayaan perbankan Syariah, nCCRD adalah jumlah kredit perbankan konvensional, iIFIN adalah imbal hasil pembiayaan perbankan Syariah, iCCRD adalah suku bunga kredit perbankan konvensional, nIDEP adalah jumlah pendanaan atau dana pihak ketiga/DPK perbankan Syariah, nCDEP adalah jumlah pendanaan atau DPK perbankan konvensional, iIDEP adalah imbal hasil DPK perbankan Syariah, iCDEP adalah imbal hasil DPK perbankan konvensional, SBIS adalah imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah sebagai indikator kebijakan moneter Syariah, dan SBI adalah suku bunga Sertifikat Bank Indonesia sebagai indikator kebijakan moneter konvensional.

Sementara itu, *policy rate pass-through* Syariah belum pernah dikaji secara teoritis maupun empirik, untuk melihat efektivitas kebijakan moneter Syariah. Dengan kenyataan ini, efektivitas *policy rate pass-through* Syariah, untuk sementara dapat mengadopsi teori *interest rate passthrough* konvensional, dengan modifikasi yang setara.

Sebagai awalan, model interest rate pass-through konvensional (Egert et al., 2006) dapat dimodifikasi untuk membuat model *policyratepass-through* Syariah. Persamaan awal (1) dimodifikasi menjadi sebagai berikut.

$$ibr_{n,t} = \gamma_0 + \gamma imr_{n,t}$$

Dimana *ibr* adalah imbal hasil (pendanaan atau pembiayaan) yang ditetapkan bank Syariah, γ_0 adalah markup, dan *imr* adalah *marginal cost price* yang di-proxy dengan market return. Sedangkan persamaan estimasinya, dapat mengikuti de Bondt (2002) dengan modifikasi, sehingga menjadi sebagai berikut.

$$\Delta ibr_{n,t} = \eta_n + \alpha \Delta imr_t - \beta (ibr_{n,t-1} - \gamma imr_{t-1}) + \varepsilon_{n,t}$$

Dimana α adalah parameter pass-through satu periode, sedangkan β adalah parameter kecepatan penyesuaian *pass-through*. Tahap pertama adalah

menghitung residual dari Persamaan 10 ($ibr_{n,t-1} - \gamma imr_{t-1}$). Tahap kedua mengestimasi Persamaan 11 dengan memasukkan residual ($ibr_{n,t-1} - \gamma imr_{t-1}$).

Penelitian Sebelumnya

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. Mekanisme transmisi di beberapa negara dapat dilihat pada tabel 1.

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.

Tabel 1. Mekanisme Transmisi di beberapa negara

Negara	Karakteristik Penting
(a) <i>Emerging market</i>	
Brazil	Suku bunga memengaruhi inflasi dengan min lag 6 bulan dan adanya efek <i>pass-through</i> nilai tukar yang cepat.

Chili	Indeksasi mendorong <i>downward price inertia</i> dan telah mempercepat proses transmisi (sekitar 3 triwulan) dari <i>shock</i> nilai tukar dan upah ke inflasi.
Ceska	Mekanisme transmisi diperlemah dengan adanya kerentanan sektor finansial
Israel	Indeksasi mendorong efek <i>pass-through</i> nilai tukar ke harga yang cepat. Perkembangan terakhir menunjukkan dampak tersebut juga lebih panjang.
Polandia	Transmisi jalur kredit kurang kuat sebagai akibat dari struktur sektor perbankan dan pasar keuangan yang kurang berkembang.
Afrika Selatan	Suku bunga memengaruhi inflasi dengan lag, sementara hubungan antara uang beredar dengan inflasi lemah
(b) <i>Negara Industri</i>	
Kanada	Mekanisme transmisi sudah berkembang dengan baik, dengan lag yang berkisar antara 6-8 triwulan dan bervariasi dari waktu ke waktu.
Finlandia	Peralihan ke sistem nilai tukar yang fleksibel telah memperlemah mekanisme transmisi dan menambah volatilitas nilai tukar.
Selandia Baru	Mekanisme transmisi sudah berkembang dengan baik, dengan lag yang berkisar antara 6-8 triwulan dan bervariasi dari waktu ke waktu.
Spanyol	Nilai tukar ril merupakan jalur transmisi yang paling penting.
Swedia	Mekanisme transmisi sudah berkembang dengan baik, dengan lag yang berkisar antara 5-8 triwulan.
Ingggris	Kebijakan moneter mempunyai efek maksimal terhadap output setelah 1 tahun dan terhadap inflasi setelah 2 tahun.

Sumber: Pohan, 2008

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.

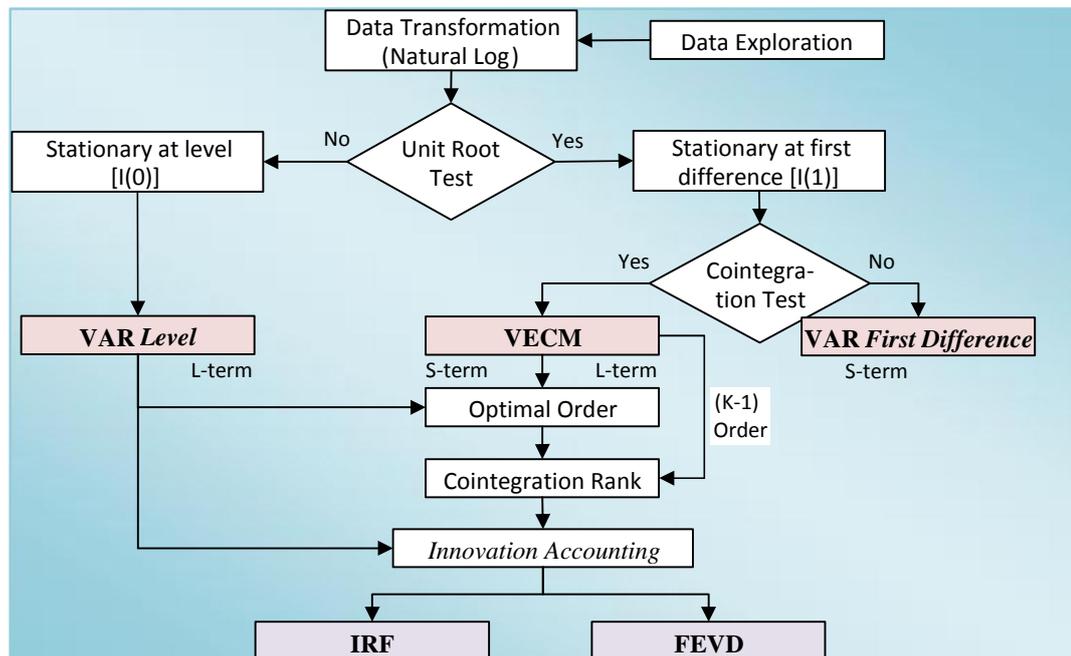
Masalah yang diajukan dalam penelitian ini dianalisis dengan menggunakan *Vector Auto Regression* (VAR). VAR menggambarkan hubungan kausalitas antara variabel dalam model termasuk intersep. Metode ini dikembangkan oleh Sims pada tahun 1980 (Ascarya, 2009) yang mengasumsikan bahwa semua variabel dalam model bersifat endogen, artinya ditentukan didalam model, sehingga metode ini disebut dengan model teoritis (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. Perangkat lunak yang digunakan dalam penelitian ini adalah Microsoft Excel 2008 dan program Eviews 7.0. Proses analisis VAR ini dapat dibaca pada Gambar 2.

Gambar 2. Proses Analisis VAR



Source: Ascarya, *et al.* (2008)

Data Analisis

Hasil Uji Stasionaritas

Metode analisis yang digunakan dalam proses uji stasionaritas data dalam penelitian ini adalah *unit root test* (uji akar unit) dengan menggunakan ADF (*Augmented Dickey Fuller*) dengan tingkat signifikansi 5%. Jika nilai t-ADF lebih kecil dari nilai kritis MacKinnon (*MacKinnon Critical Test*), maka dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan adalah sudah stasioner atau tidak lagi mengandung akar unit. Dalam penelitian ini pengujian dilakukan per variabel. Hasil pengujian stasionaritas dapat dilihat pada tabel 2.

Table 2. Hasil Uji Akar Unit

Variable	Nilai ADF		Nilai Kritis MacKinnon 5%	
	Level	1st Difference	Level	1st Difference
INF	-2.489890	-9.432931	-2.883753	-2.883753
LnPUAS	-2.414066	-15.29122	-2.884665	-2.884665
LnSBIS	-2.271101	-10.83440	-2.883579	-2.883753
LnFIN	-0.423753	-4.147452	-2.885051	-2.885051

Catatan: Cetak tebal menunjukkan bahwa data tersebut stasioner pada taraf 5%.

Tabel 2 di atas menunjukkan bahwa seluruh variabel mengalami stasioner pada tingkat *first difference*. Oleh karena itu, model ini dapat dilanjutkan pada model estimasi VAR *first difference* atau VECM.

Penetapan Lag Optimum

Penetapan lag optimum sangat berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sistem VAR. Penetapan lag optimum yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdasarkan pada *lag* terpendek dengan menggunakan *Akaike Info Criterion* (AIC). Hasilnya dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Lag Optimum

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	430.3415	NA	4.71e-09	-7.822780	-7.724015*	-7.782727
1	461.0371	58.57503	3.60e-09	-8.092423	-7.598598	-7.892159*
2	478.3596	31.78450	3.51e-09*	-8.116690*	-7.227805	-7.756215
3	492.9200	25.64765	3.62e-09	-8.090275	-6.806330	-7.569588
4	502.3173	15.86327	4.11e-09	-7.969124	-6.290118	-7.288226
5	511.6470	15.06446	4.69e-09	-7.846733	-5.772667	-7.005624
6	520.6220	13.83310	5.40e-09	-7.717835	-5.248709	-6.716514
7	540.8430	29.68225*	5.10e-09	-7.795285	-4.931098	-6.633753
8	550.3709	13.28653	5.89e-09	-7.676530	-4.417283	-6.354786

Note: (*) menunjukkan SC lebih kecil dari lainnya

Berdasarkan Gambar 3 terlihat bahwa dengan kriteria AIC kandidat lag yang disarankan adalah *lag* 2. Untuk menentukan lag yang optimal adalah dengan cara mengestimasi sistem VAR baik pada lag 1 maupun lag 2. Penetapan lag optimum adalah dengan melihat nilai *Adj. R squared* tertinggi. Nilai *Adj. R squared* pada lag 1 adalah -0,0134 dan lag 2 sebesar -0,0262. Dengan demikian, lag optimal yang disarankan adalah lag 2. Dengan kata lain, model hubungan antara INF dengan PUAS, SBIS dan FIN adalah model VAR(2).

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%.

Tabel 4. Hasil Uji Kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.673396	214.8243	54.07904	0.0000
At most 1 *	0.303367	86.13842	35.19275	0.0000
At most 2 *	0.209221	44.56631	20.26184	0.0000
At most 3 *	0.141696	17.57163	9.164546	0.0011

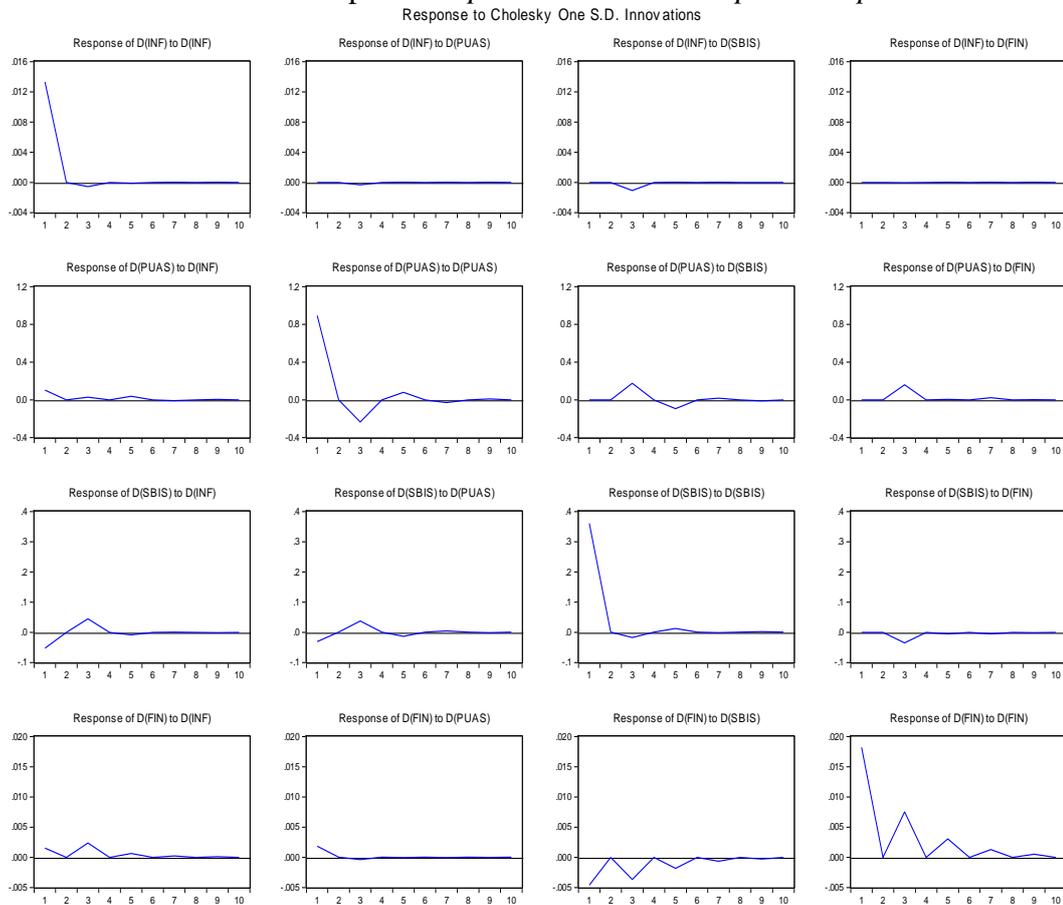
Analisis *Impulse Response Function*

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*. Ringkasan hasil analisis *Impulse Response Function* (IRF) untuk model transmisi sistem moneter Indonesia melalui sistem moneter syariah dapat dilihat padagambar 3.

Gambar 3 menunjukkan bahwa respon tingkat inflasi (INF) terhadap guncangan *difference* variabel lainnya berfluktuasi. Respon tingkat inflasi (INF) terhadap guncangan *difference*PUAS dalam jangka pendek merespon negatif dan mulaai 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 ke

sisi permintaan, maka akan semakin berpotensi mempengaruhi dan berkontribusi positif terhadap penurunan tingkat inflasi Indonesia.

Gambar 3. Tampilan *Output Eviews* untuk *Impulse Response*



Sementara itu, pola hubungan antara SBIS dan FIN negatif. Jika melihat hasil fungsi respon *impulse* (IRF), SBIS direspon negatif oleh pembiayaan bank syariah. Hal ini dapat disimpulkan bahwa apabila dana bank syariah disimpan melalui SBIS, maka akan semakin mempengaruhi penurunan pembiayaan bank syariah. Ini disebabkan apabila SBIS semakin besar jumlahnya, maka pembiayaan yang disalurkan oleh bank syariah akan menurun. Pada akhirnya berimplikasi pada manfaat ke sektor riil semakin berkurang.

Analisis Variance Decomposition

Setelah melakukan analisis terhadap perilaku dinamis model melalui *impulse responsefunction*, maka selanjutnya akan dilihat karakteristik model melalui *variance decomposition*. Hasil *variance decomposition* dapat dilihat pada:

Tabel 5. Hasil *Variance Decomposition*

Variance Decomposition of D(INF):					
Period	S.E.	D(INF)	D(PUAS)	D(SBIS)	D(FIN)
1	0.013315	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.013315	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
3	0.013315	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
4	0.013356	99.96864	0.008292	0.000479	0.022591
5	0.013356	99.96864	0.008292	0.000479	0.022591
6	0.013356	99.96864	0.008292	0.000479	0.022591
7	0.013356	99.96760	0.008370	0.000737	0.023297
8	0.013356	99.96760	0.008370	0.000737	0.023297
9	0.013356	99.96760	0.008370	0.000737	0.023297
10	0.013356	99.96757	0.008371	0.000743	0.023319

Variance Decomposition of D(PUAS):					
Period	S.E.	D(INF)	D(PUAS)	D(SBIS)	D(FIN)
1	0.946338	1.047434	98.95257	0.000000	0.000000
2	0.946338	1.047434	98.95257	0.000000	0.000000
3	0.946338	1.047434	98.95257	0.000000	0.000000
4	0.958108	1.224997	97.39044	0.152690	1.231873
5	0.958108	1.224997	97.39044	0.152690	1.231873
6	0.958108	1.224997	97.39044	0.152690	1.231873
7	0.958201	1.224769	97.37158	0.166181	1.237471
8	0.958201	1.224769	97.37158	0.166181	1.237471
9	0.958201	1.224769	97.37158	0.166181	1.237471
10	0.958203	1.224773	97.37134	0.166219	1.237668

Variance Decomposition of D(SBIS):					
Period	S.E.	D(INF)	D(PUAS)	D(SBIS)	D(FIN)
1	0.371653	1.934958	2.235288	95.82975	0.000000
2	0.371653	1.934958	2.235288	95.82975	0.000000
3	0.371653	1.934958	2.235288	95.82975	0.000000
4	0.372314	2.047713	2.262573	95.49124	0.198472
5	0.372314	2.047713	2.262573	95.49124	0.198472
6	0.372314	2.047713	2.262573	95.49124	0.198472
7	0.372341	2.048807	2.265274	95.47776	0.208154
8	0.372341	2.048807	2.265274	95.47776	0.208154
9	0.372341	2.048807	2.265274	95.47776	0.208154
10	0.372342	2.048808	2.265272	95.47764	0.208282

Variance Decomposition of D(FIN):					
Period	S.E.	D(INF)	D(PUAS)	D(SBIS)	D(FIN)
1	0.020480	0.428710	2.291247	4.362761	92.91728
2	0.020480	0.428710	2.291247	4.362761	92.91728
3	0.020480	0.428710	2.291247	4.362761	92.91728
4	0.020926	0.469805	2.795065	4.561018	92.17411
5	0.020926	0.469805	2.795065	4.561018	92.17411
6	0.020926	0.469805	2.795065	4.561018	92.17411

7	0.020935	0.469810	2.794553	4.582928	92.15271
8	0.020935	0.469810	2.794553	4.582928	92.15271
9	0.020935	0.469810	2.794553	4.582928	92.15271
10	0.020935	0.469830	2.794561	4.583176	92.15243

Cholesky Ordering: D(INF) D(PUAS) D(SBIS) D(FIN)

Berdasarkan tabel 5 fluktuasi tingkat inflasi (INF) dipengaruhi paling dominan oleh *difference* INF sendiri. Kemudian diikuti oleh LnPUAS, LnSBIS dan LnFIN diurutan terakhir.

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

- Alam, T and Waheed. 2006. M."Sectoral Effect of Monetary Policy: Evidence from Pakistan." *The Pakistan Development Review*.
- Alaro, Abdul-Razzaq A, and Mobolaji Hakeem, Financial Engineering and Financial Stability; The Role of Islamic Financial System. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol. 7 No. 1, Jan-Mar 2011.
- Ascarya, Heni Hasanah, and N. Achsan, Permintaan Uang dan Stabilitas Moneter dalam Sistem Keuangan Ganda di Indonesia, Paper Seminar dan Kolokium Nasional Sistem Keuangan Islam II , Bandung, Indonesia, 6 September 2008.

- Ascarya, “The Determinants of Inflation Under Dual Monetary System in Indonesia”, Center for Central Banking Education and Studies, Bank Indonesia, 2009.
- Ascarya. Peran Perbankan Syariah dalam Transmisi Kebijakan Moneter Ganda di Indonesia *Iqtisodia, Republika*, August 26, 2010.
- Ayuniyyah, Qurroh, Noer A. Achsani, and Ascarya. Analisis Pengaruh Instrumen Moneter Syariah dan Konvensional terhadap Pertumbuhan Sektor Riil di Indonesia. *Iqtisodia, Republika*, August 26, 2010.
- Azali M. *Transmission Mechanism in a Developing Economy: Does Money or Credit Matter?* 2nd edition. Serdang: University Putra Malaysia Press, 2003.
- Bofinger, Peter. 2001. *Monetary Policy: Goal, Institutions, Strategies and Instrument*. New York: Oxford University Press.
- Chapra, M. Umer. 1985. *Towards a Just Monetary System*. Leicester, UK: The Islamic Foundation.
- De Bondt, Gabe. Retail Bank Interest Rate Pass-Through: New Evidence at the Euro Area Level. European Central Bank Working Paper Series No.136 April, 2002.
- Egert, Balazs, Jesus Crespo-Cuaresma dan Thomas Reininger. Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away? William Davidson Institute Working Paper No.851 November, 2006.
- Gujarati, Damodar. 2003. *Basic Econometric*. Jakarta: Erlangga.
- Hardianto, Erwin. “Shariah Transmission Mechanism in Indonesia”. Paper, 2004.
- Hasanah, Heni. “Stabilitas Moneter pada Sistem Perbankan Ganda di Indonesia”. Bogor Agriculture University: Faculty of Economic and Management, 2007.
- Hasin, Zamrah and M. Shabri Abd. Majid. “The Importance of the Islamic Banks in the Monetary Transmission Mechanism in Malaysia”. The Paper presented at Eighth International Conference on Islamic Economics and Finance - Sustainable Growth and Inclusive Economic Development from an Islamic Perspective, Doha Qatar, 1921 December 2011.
- Ibrahim, M. H. 2005. Sectoral Effect of Monetary Policy: Evidence from Malaysia. *Asian Economic Journal*, Vol. 19 No. 1.

- Sugianto, Hendra Harmain & Nurlela: Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter
- Kassim, S. H. 2008. The Role of Bank Lending in the Monetary Transmission Process of A Developing Economy: Evidence from Malaysia. *Saving and Development*, Vol. 33 No 4.
- Mankiw, N. Gregory. 2003. *Macroeconomic Theory* 5th Edition. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sanrego, Yulizar Djamaluddin & Khulailatun Nikmawati. 2010. "Transmission Mechanism of Sharia Financing in Malaysia". *The Journal of Muamalat & Islamic Finance Research (JMIFR)*, Vol. 7 No 1.
- Siddiqui, Shamin Ahmad. An Evaluation of Research on Monetary Policy and Stability of the Islamic Economic System. Paper presented at *International Conference on Islamic Economics: 30 Years of Research in Islamic Economics*, Jeddah: KAAU-IRTI, April, 2008.
- 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.
- Pohan, Aulia. 2008. *Kerangka Kebijakan Moneter dan Implikasinya di Indonesia*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Setiawan, Hapid. 2007. Determinant Factor of Inflation in Indonesia and its Solutions from Islamic Economics Perspective. Bogor: Islamic Economics Department, Tazkia Islamic Business School.
- Tang, T. C. Bank Lending and Economic Growth in Malaysia: Revisited, *Jurnal Analisis*, Vol. 10 No. 1 (2002).
- Warjiyo, Perry and Solikin. 2003. Monetary Policy in Indonesia, Series Book No 6, Center for Central Banking Education and Studies, Bank Indonesia.