

Analisis Kebijakan Moneter melalui Jalur Harga Aset di Negara Muslim Berkembang

Viola Ditya Seprianti

Jurusan Ilmu Ekonomi – Universitas Sumatera Utara

violaditya09@gmail.com

ABSTRACT

This research aims to analyze the contribution of variables from the interaction of monetary policy transmission variables (SBI, STOCK, INVESTMENT, GDP, INFLATION). This research uses secondary data or time series, namely from the first quarter of 2011 to the first quarter of 2016. The data analysis model in this research is Vector Autoregression (VAR) model and sharpened with Impulse Response Function (IRF) and Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) analysis. The results of the VAR analysis show that the past variable (t-1) contributes to the current variable both the variable itself and other variables and from the estimation results it turns out that there is a reciprocal relationship between the variables where all the variables are monetary policy transmission variables (SBI, STOCK, INVESTMENT, GDP, INFLATION) contribute to each other. The results of the IRF analysis show that the stability of the response of all variables is formed in period 5 or the medium and long term, where the response of other variables to changes in one variable shows different variations from positive to negative responses or vice versa, and there are variables whose responses remain positive or remains negative from the short term to the long term. The results of the FEVD analysis show that there are variables that have the largest contribution to the variable itself in the short, medium and long term, such as GDP and SB. Meanwhile, other variables that have the greatest influence on the variable itself in the short, medium and long term are GDP which is most influenced by INVESTMENT, Inflation is most influenced by GDP, INVESTMENT is most influenced by Inflation, SB is most influenced by INVESTMENT while it is most influenced by SB. The results of the analysis of the interaction of each monetary policy transmission variable in the path of asset prices in developing Muslim countries in the short, medium and long term show that monetary policy transmission can increase economic growth and achieve the inflation targets of developing Muslim countries.

Keywords: *sbi, shares, investment, gdp, inflation*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menganalisis kontribusi variabel dari interaksi variabel transmisi kebijakan moneter (SBI, SAHAM, INVESTASI, GDP, INFLASI) Penelitian ini menggunakan data skunder atau time series yaitu dari kuartal pertama tahun 2011 sampai kuartal pertama tahun 2016. Model analisis data dalam penelitian ini adalah model Vector Autoregression (VAR) dan dipertajam dengan analisa Impulse Response Function (IRF) dan Forecast Error Variance Decomposition (FEVD). Hasil analisis VAR menunjukkan bahwa variabel masa lalu (t-1) berkontribusi terhadap variabel sekarang baik terhadap variabel itu sendiri dan variabel lain dan dari hasil estimasi ternyata terjadi hubungan timbal balik antara variabel di mana semua variabel yaitu variabel transmisi kebijakan moneter (SBI, SAHAM, INVESTASI, GDP, INFLASI) saling berkontribusi. Hasil analisis IRF diketahui bahwa stabilitas respon dari seluruh variabel terbentuk pada periode 5 atau jangka menengah dan jangka

panjang, di mana respon variabel lain terhadap perubahan satu variabel menunjukkan variasi yang berbeda baik dari respon positif ke negatif atau sebaliknya, dan ada variabel yang responnya tetap positif atau tetap negatif dari jangka pendek sampai jangka panjang. Hasil Analisis FEVD menunjukkan adanya variabel yang memiliki kontribusi terbesar terhadap variabel itu sendiri baik dalam jangka pendek, menengah maupun jangka panjang seperti GDP dan SB. Sedangkan variabel lain yang memiliki pengaruh terbesar terhadap variabel itu sendiri baik dalam jangka pendek, menengah maupun jangka panjang adalah GDP dipengaruhi terbesar oleh INVESTASI, Inflasi dipengaruhi terbesar oleh GDP, INVESTASI dipengaruhi terbesar oleh Inflasi, SB dipengaruhi terbesar oleh INVESTASI sedangkan dipengaruhi terbesar oleh SB. Hasil analisis interaksi masing-masing variabel transmisi kebijakan moneter dalam jalur harga aset di negara muslim berkembang pada jangka pendek, menengah, dan panjang menunjukkan bahwa transmisi kebijakan moneter dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan mencapai sasaran inflasi negara muslim berkembang.

Kata kunci: sbi, saham, investasi, gdp, inflasi

PENDAHULUAN

Dikutip dari situs resmi Bank Indonesia menjelaskan bahwa mekanisme transmisi Tujuan akhir kebijakan moneter adalah menjaga dan memelihara kestabilan nilai rupiah yang salah satunya tercermin dari tingkat inflasi yang rendah dan stabil. Untuk mencapai tujuan itu Bank Indonesia menetapkan suku bunga kebijakan suku bunga sebagai instrumen kebijakan utama untuk memengaruhi aktivitas kegiatan perekonomian dengan tujuan akhir pencapaian inflasi. Namun jalur atau transmisi dari keputusan suku bunga sampai dengan pencapaian sasaran inflasi tersebut sangat kompleks dan memerlukan waktu (time lag).

Mekanisme bekerjanya perubahan suku bunga sampai memengaruhi inflasi tersebut sering disebut sebagai mekanisme transmisi kebijakan moneter. Mekanisme tersebut terjadi melalui interaksi antara Bank Sentral, perbankan dan sektor keuangan, serta sektor riil. Perubahan suku bunga memengaruhi inflasi melalui berbagai jalur, diantaranya jalur suku bunga, jalur kredit, jalur nilai tukar, jalur harga aset, dan jalur ekspektasi.

Pada tahun 2011 tingkat laju inflasi di Negera Malaysia sebesar 2,1% kemudian pada tahun 2012 sebesar 3% dan pada tahun selanjutnya mengalami penurunan. Sedangkan pada Negara Muslim berkembang lainnya seperti Indonesia, India dan Turki perkembangan tingkat laju inflasi masih sangat berfluktuatif.

Tidak hanya itu saja salah satu faktor yang memengaruhi perubahan inflasi di Indonesia juga disebabkan oleh suku bunga acuan Bank Indonesia yang menjadi signal bagi perbankan untuk menetapkan tingkat suku bunganya seperti tabungan, deposito dan kredit.

Pada awal tahun 2011 perkembangan tingkat suku bunga di Indonesia sebesar 6,50% sedangkan perkembangan tingkat suku bunga di Malaysia sebesar 2,92% dan di Turki sebesar 6,04%, namun pada Negara India sangatlah meningkat disbanding dengan Negara-negara Muslim lainnya yaitu sebesar 7,58%. Dan pada tahun 2012 perkembangan tingkat suku bunga di Negara Muslim berkembang mengalami penurunan yang signifikan, tetapi pada tahun berikutnya yaitu tahun

2013-2014 tingkat suku bunga pada Negara Muslim berkembang mengalami peningkatan kembali.

Hal ini dikarenakan adanya kenaikan suku bunga *The Fedd* dan berdampak pada Negara-negara lain terutama bagi Negara berkembang yang pada pondasinya masih sangat bergantung pada Negara maju. Tetapi pada tahun 2016 tingkat suku bunga pada Negara Muslim berkembang mengalami penurunan kembali.

Pada tahun 2011 perkembangan GDP tertinggi yaitu terjadi di Negara India di mana pertumbuhan GDP mencapai 9,4% sedangkan pada Negara Turki sebesar 9,2%, kemudian Malaysia sebesar 7,4% dan terakhir yaitu pada Negara Indonesia yang perkembangan GDP nya sebesar 6,11%. Dan pada tahun 2012 GDP beberapa Negara muslim berkembang mengalami penurunan, kecuali di Negara Indonesia. Pada tahun 2012 GDP Indonesia meningkat sebesar 6,5% dibandingkan dari tahun sebelumnya. Peningkatan GDP Indonesia pada tahun 2012 disebabkan oleh meningkatnya ekspor Indonesia yang menyebabkan perekonomian Indonesia pada saat itu meningkat dan berdampak positif terhadap GDP Indonesia.

Maka dari itu rumusan masalah yang didapat pada penelitian ini adalah:

1. Apakah kebijakan moneter melalui jalur harga saham dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi di negara – negara muslim berkembang baik dalam jangka pendek, menengah dan panjang?
2. Apakah kebijakan moneter melalui jalur harga saham dapat mencapai sasaran inflasi di negara–negara muslim berkembang baik dalam jangka pendek, menengah dan panjang?

TINJAUAN LITERATUR

1. Teori Kebijakan Moneter

Secara umum, terdapat lima jenis saluran transmisi kebijakan moneter yang sering dikemukakan dalam teori ekonomi moneter.

a. Mekanisme Transmisi Alur Tingkat Bunga

Tingkat bunga merupakan kunci mekanisme transmisi moneter dalam model IS, model LM, model AD dan model AS. Peningkatan stok uang akan menurunkan tingkat bunga riil dan biaya modal rumah serta meningkatkan investasi bisnis.

Peningkatan investasi akan meningkatkan permintaan agregat. Penurunan tingkat bunga riil juga akan meningkatkan pengeluaran untuk pembelian dan barang tahan lama. Oleh sebab itu penurunan tingkat bunga akibat ekspansi moneter akan meningkatkan belanja atau konsumsi dan permintaan agregat. Pada tingkat bunga nominal yang sangat rendah, ekspansi moneter akan meningkatkan ekspektasi tingkat harga dan inflasi, akibatnya tingkat bunga riil turun. Penurunan tingkat bunga riil akan menurunkan biaya modal dan biaya memegang uang, kemudian menstimulasi pengeluaran bisnis dan konsumen. Peningkatan pengeluaran bisnis dan konsumen pada akhirnya akan meningkatkan permintaan agregat.

Mekanisme transmisi alur tingkat bunga dirumuskan dalam dua bentuk, yaitu:

$$m \uparrow \rightarrow p \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow \pi \uparrow \rightarrow y \uparrow$$

$$m \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow \pi \uparrow \rightarrow y \uparrow$$

di mana:

m = stok uang nominal,
r = tingkat bunga riil,
p = ekspektasi tingkat harga,
 π = investasi riil, dan
y = output riil agregat.

b. Mekanisme Transmisi Kurs

Mekanisme transmisi alur harga aktiva terdiri dari efek nilai tukar atau *exchange rate effect*, *Tobin's q theory* dan efek kekayaan atau *wealth effect*. Pertumbuhan ekonomi internasional dan nilai tukar fleksibel telah meningkatkan peranan kebijakan moneter internasional dalam penentuan nilai tukar mata uang suatu negara. Ekspansi moneter pada awalnya akan menurunkan tingkat bunga riil domestik dan kemudian mengakibatkan deposit mata uang luar negeri naik. Peningkatan nilai deposit mata uang luar negeri terhadap deposit mata uang domestik akan mengakibatkan apresiasi nilai tukar mata uang luar negeri dan depresiasi nilai tukar mata uang domestik. Depresiasi nilai tukar mata uang domestik mengakibatkan harga relatif produk atau ekspor lebih murah sehingga ekspor netto naik dan akhirnya meningkatkan permintaan agregat. Mekanisme transmisi alur efek nilai tukar dirumuskan sebagai berikut:

$$m \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow x \uparrow \rightarrow y \uparrow$$

di mana:

e = nilai tukar mata uang, dan
x = ekspor riil netto.

Tobin telah mengembangkan teori bagaimana kebijakan moneter dapat memengaruhi penilaian saham, yang disebut *Tobin's q theory*. Tobin mendefinisikan q sebagai rasio harga pasar perusahaan dengan biaya penggantian modal. Jika q tinggi maka rasio harga pasar perusahaan dengan biaya penggantian modal tinggi, dan sebaliknya jika q rendah maka rasio harga pasar perusahaan dengan biaya penggantian modal rendah. Ekspansi moneter akan meningkatkan ekspektasi harga saham perusahaan dan akibatnya rasio harga pasar perusahaan dengan biaya penggantian modal naik. Peningkatan q ini akan meningkatkan pengeluaran untuk peralatan dan pabrik baru atau investasi.

Mekanisme transmisi moneter juga memengaruhi kekayaan masyarakat. Keputusan pengeluaran dari konsumen mungkin akan memengaruhi neraca konsumen. Modigliani menggunakan hipotesis siklus hidup atau life cycle hypotheses dari konsumsi barang tahan lama dan jasa-jasa untuk menjelaskan efek kekayaan. Premis utama dari Modigliani adalah bahwa konsumsi tidak konstan dalam periode jangka panjang. Hal ini terutama disebabkan oleh kekayaan keuangan dari konsumen, seperti saham, obligasi dan deposit tidak konstan selama hidup. Ekspansi moneter akan meningkatkan harga aktiva keuangan sehingga kekayaan keuangan naik. Peningkatan kekayaan keuangan akan meningkatkan sumberdaya ekonomi selama hidup konsumen dan pada akhirnya akan meningkatkan konsumsi dan permintaan agregat. Mekanisme transmisi alur efek kekayaan dirumuskan sebagai berikut:

$$m \uparrow \rightarrow s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow y \uparrow$$

di mana:

w = kekayaan keuangan atau neraca konsumen, dan

c = konsumsi riil rumah tangga.

c. Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Kredit

Transmisi moneter Jalur Kredit terdiri atas mekanisme transmisi alur pinjaman bank, alur neraca, alur tingkat harga terantisipasi, dan alur Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Kredit likuiditas rumah tangga.

- 1) Transmisi Alur Pinjaman Bank (*Bank Lending Channel*) Mekanisme transmisi alur pinjaman bank didasarkan pada peranan khusus sistem perbankan dan sistem keuangan. Sistem perbankan dan sistem keuangan yang sehat tercermin dengan fungsi intermediasi yang baik. Karena salah satu tantangan bagi efektivitas kebijakan moneter adalah fungsi intermediasi perbankan. Transmisi Alur Pinjaman Bank akan berjalan dengan efektif bila fungsi intermediasi perbankan yang dilihat pada rasio LDR/FDR. Secara teknis ekspansi akan meningkatkan deposito (d) dan kredit perbankan (I), sehingga investasi (i) dan output aggregate (y) naik. Implikasi penting mekanisme transmisi alur pinjaman bank adalah ekspansi moneter mempunyai pengaruh lebih besar terhadap kinerja bisnis skala kecil, karena pembiayaan bisnis skala kecil sangat bergantung pada kredit. Oleh karena itu mekanisme transmisi alur pinjaman bank harus memperhatikan alokasi kredit pada perbankan. Jika kredit yang alokasikan didominasi pada bisnis skala besar, maka kemungkinan mekanisme alur pinjaman kurang signifikan untuk mendorong aktivitas ekonomi dan bisnis.
- 2) Mekanisme Transmisi Alur Neraca (*Balance Sheet Channel*) Secara teknis, ekspansi moneter akan meningkatkan nilai perusahaan dan investasi, akan diikuti menurunnya adverse selection dan moral

hazard, sehingga kredit perbankan meningkat, dan mendorong investasi dan output perusahaan.

- 3) Transmisi Alur Arus Kas (*Cash Flow Channel*) Ekspansi moneter menurunkan suku bunga nominal. Selanjutnya akan memperbaiki neraca perusahaan karena menaikkan arus kas. Dengan adanya kenaikan arus kas, adverse selection dan moral hazard turun sehingga pemberian pinjaman naik. Dengan demikian investasi dan output meningkat.
- 4) Transmisi Alur Tingkat Harga Terantisipasi (*Unanticipated Price Level Channel*) Ekspansi moneter akan menaikkan tingkat harga yang tidak terantisipasi. Selanjutnya kekayaan riil bersih naik. Dengan adanya kekayaan riil bersih, maka adverse selection dan moral hazard menurun, sehingga pinjaman naik. Dengan demikian investasi dan output meningkat.
- 5) Alur Likuiditas Rumah Tangga (*Household Liquidity Effect*) Ketika terjadi ekspansi moneter harga saham naik, diikuti oleh harga aset keuangan. Maka kemungkinan finansial distress menurun. Dengan adanya perbaikan pada neraca rumah tangga maka konsumsi pada property meningkat. Selanjutnya akan meningkatkan *output*.

d. Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Harga Asset

Perubahan suku bunga dan nilai tukar akan berpengaruh pada volume transaksi dan harga obligasi, saham dan aset fisik tersebut. Selanjutnya, perubahan harga aset dimaksud pada gilirannya akan berdampak pada berbagai aktivitas di sektor riil, seperti permintaan terhadap konsumsi baik karena perubahan kekayaan yang dimiliki maupun karena perubahan tingkat pendapatan yang dikonsumsi akibat perubahan hasil penanaman aset finansial dan fisik.

Transmisi kebijakan moneter jalur harga asset kurang mempunyai pengaruh dalam menentukan inflasi di Indonesia. Hal ini disebabkan oleh masih relatif kecilnya porsi saham dalam portofolio investasi dibandingkan dengan simpanan di bank maupun dalam asset property dan tanah.

e. Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Ekspektasi Inflasi

Ekspektasi masyarakat terhadap kenaikan harga pada gilirannya akan mendorong kenaikan tingkat suku bunga. Jika suku bunga meningkat lebih kecil dibandingkan dengan kenaikan harga, secara riil rate of return atas aset finansial menurun dan penurunan tersebut akan mendorong orang mengalihkan kekayaannya dari bentuk aset finansial ke bentuk aset riil. Jika dalam setiap transmisi kebijakan moneter tahap awal melalui pasar keuangan, maka seharusnya transmisi moneter yang paling tepat digunakan di Indonesia adalah saluran kredit. Hal cukup beralasan karena perbankan

menguasai industri keuangan di Indonesia dengan komposisi asset 75,8 % terhadap perbankan nasional.

Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Lukman Hakim dan Nopirin mempertimbangkan jalur kredit digunakan sebagai jalur utama pada mekanisme transmisi kebijakan moneter. Kebijakan moneter yang ketat akan memperburuk arus kas bank dan memperburuk kualitas kredit sehingga menurunkan modal bank. Apabila modal bank sangat terbatas, maka penurunan modal ini akan menurunkan penyaluran kredit. Ketika kredit menurun maka akan berpengaruh pada output dan inflasi.

2. Teori Inflasi

Dalam teori ekonomi cukup banyak definisi mengenai inflasi. Definisi inflasi seperti yang dikemukakan oleh Samuelson, yang menyatakan "*Inflation occurs when the general level of prices is rising*", atau dengan kata lain inflasi terjadi ketika tingkat harga-harga secara umum meningkat. Menurut Pohan, pengertian inflasi adalah proses kenaikan harga-harga umum barang-barang secara terus menerus. Ini tidak berarti bahwa harga-harga berbagai macam barang itu naik dengan persentase yang sama. Mungkin saja kenaikan tersebut tidak terjadi secara bersamaan. Yang penting terdapat kenaikan harga umum barang secara terus-menerus selama suatu periode tertentu. Untuk mengukur tingkat inflasi menggunakan indeks harga. Beberapa indeks harga yang sering digunakan untuk mengukur inflasi yaitu indeks biaya hidup (*consumer price index*), indeks harga perdagangan besar (*wholesale price index*), dan GNP deflator.

3. Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga adalah harga dari penggunaan dana investasi (*loanable funds*). Menurut Sukirno, tingkat suku bunga merupakan salah satu indikator dalam menentukan apakah seseorang akan melakukan investasi atau menabung. Apabila dalam suatu perekonomian ada anggota masyarakat yang menerima pendapatan melebihi apa yang mereka perlukan untuk kebutuhan konsumsinya, maka kelebihan pendapatan akan dialokasikan atau digunakan untuk menabung. Penawaran akan *loanable funds* dibentuk atau diperoleh dari jumlah seluruh tabungan masyarakat pada periode tertentu. Di lain pihak dalam periode yang sama anggota masyarakat yang membutuhkan dana untuk operasi atau perluasan usahanya. Pengertian lain tentang suku bunga adalah sebagai harga dari penggunaan uang untuk jangka waktu tertentu.

Menurut Sukirno, pengeluaran agregat akan meningkat sebagai akibat dari kegiatan mengeksport barang dan jasa dan pada akhirnya menyebabkan peningkatan dalam pendapatan nasional.

4. Harga Asset (Harga Saham)

Harga saham merupakan harga yang terbentuk di bursa saham. Secara umumnya harga saham diperoleh untuk menghitung nilai sahamnya. Semakin jauh perbedaan tersebut, maka hal ini mencerminkan terlalu sedikitnya informasi yang mengalir ke bursa efek. Maka harga saham tersebut cenderung dipengaruhi oleh tekanan psikologis pembeli atau penjual. Untuk mencegah hal tersebut, sebaiknya perusahaan setiap saat memberi informasi yang cukup ke bursa efek, sepanjang informasi tersebut berpengaruh terhadap harga pasar sahamnya. Upaya untuk memasukkan bagaimana menghitung harga saham yang sesungguhnya, telah dilakukan oleh setiap analisis dengan tujuan untuk dapat memperoleh tingkat keuntungan yang memuaskan. Namun demikian sulit bagi investor untuk terus menerus bila mengalahkan pasar dan memperoleh tingkat keuntungan di atas normal.

Hal ini disebabkan karena adanya variabel-variabel yang memengaruhi harga saham tersebut, sebenarnya variabel-variabel tersebut ke dalam suatu model perhitungan yang bisa dipergunakan dalam memiliki saham mana yang akan dimasukkan ke dalam portofolio. Macam-macam saham terbagi berdasarkan peralihan kas, berdasarkan hak tagih dan berdasarkan kinerja itu sendiri.

5. Investasi

Menurut Jogiyanto, investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu yang tertentu. Sedangkan menurut Abdul Halim, investasi pada hakekatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang.

Setiap melakukan keputusan investasi adalah selalu saja memerlukan proses, yang mana proses tersebut akan memberikan gambaran setiap tahap yang akan ditempuh oleh perusahaan. Secara umum proses manajemen investasi meliputi 5 (lima) langkah:

- 1) Menetapkan sasaran investasi.
- 2) Membuat kebijakan investasi.
- 3) Memilih strategi portofolio.
- 4) Memilih asset.
- 5) Mengukur dan mengevaluasi kinerja

6. *Gross Domestic Product (GDP)*

Gross Domestic Product (GDP) adalah total produksi dari suatu negara hanya menghitung total produksi dari suatu negara tanpa memperhitungkan apakah produksi itu dilakukan dengan memakai faktor produksi dalam negeri atau tidak. GDP merupakan titik keseimbangan ekonomi suatu negara antara permintaan agregat dan penawaran agregat semakin baik dari sebelumnya.

Keynes percaya pemerintah campur tangan mengendalikan perekonomian agar tercapai posisi keseimbangan. Pemerintah memengaruhi permintaan agregat masyarakat supaya full employment. PDB diproduksi agar dibeli seluruh masyarakat dalam pasar barang. Dalam pasar uang, alasan memegang uang yaitu untuk kebutuhan transaksi, berjaga-jaga dan spekulasi. Permintaan total uang disebut liquidity preference, pasar uang bertemu dengan penawaran uang menghasilkanktingkat bunga. Tingkat bunga menentukan pengeluaran investasi investor yang menentukan tingkat permintaan agregat.

Ketika suatu variabel diukur dengan uang saat ini, mencerminkan nilai nominal GDP nominal adalah GDP diukur dengan nilai uang saat ini. GDP nominal mengukur nilai output dalam suatu periode menggunakan harga pada periode tersebut atau harga berlaku. GDP nominal disesuaikan dengan perubahan harga di sebut GDP riil. GDP riil mengukur perubahan output fisik dalam perekonomian antara periode berbeda dengan menilai semua barang diproduksi dalam dua periode tersebut pada harga sama atau harga konstan. Ketika harga barang naik maka pembeli mengalihkan konsumsi dari barang mahal ke barang relatif murah. Rumus GDP:

$$\text{GDP} = \text{C} + \text{I} + \text{G} + (\text{X} - \text{M})$$

Di mana:

GDP = Gross Domestic Product

C = Konsumsi

I = Investasi

G = Government (pengeluaran pemerintah)

X = Ekspor

M = Impor

METODE PENELITIAN

Pendekatan penelitian ini adalah penelitian asosiatif/kuantitatif. Untuk mendukung analisis kuantitatif digunakan model VAR, di mana model ini mampu menjelaskan hubungan timbal balik dalam jangka panjang variabel ekonomi dijadikan sebagai variabel endogen.

Penelitian ini dilakukan terhadap negara-negara Muslim berkembang yaitu Indonesia, Malaysia, India dan Turki. Dan variabel yang digunakan yaitu Suku bunga, Investasi, Saham, GDP dan inflasi di Negara muslim berkembang tersebut. Dengan sumber data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari badan pusat statistik (BPS), Bank Indonesia dan World Bank.

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan cara studi dokumentasi yaitu mengumpulkan dan mengolah data dari informasi terdahulu yang berhubungan dengan masalah yang diteliti. Adapun data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diambil dan diolah dari badan pusat statistik (BPS) dan Bank Indonesia dari tahun 2011-2016 (5 Tahun). Model analisis dalam penelitian ini menggunakan model analisis data dengan menggunakan metode VAR, Model Impulse Response Function (IRF), Model Forecast

Error Variance Decomposition (FEVD) dan uji asumsi. Uji Asumsi terdiri dari Uji Stasioneritas, Uji Kointegrasi Uji Stabilitas Lag Struktur VAR dan Penetapan Tingkat Lag Optimal.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Perkembangan Perekonomian Global Terkini

Perekonomian global masih menunjukkan perlambatan sebagaimana tercermin dari perkiraan merosotnya perekonomian negara-negara maju yang lebih besar dari perkiraan semula. Kondisi pasar keuangan global juga masih rapuh dengan banyaknya laporan kerugian lembaga keuangan dunia. Hal tersebut memberikan dampak negatif bagi perkembangan ekonomi di kawasan, terutama bagi negara-negara yang mengandalkan ekspor ke negara maju, termasuk Indonesia.

Pelambatan ekonomi dunia tahun 2015 diawali dari perdanganan saham di bursa Shanghai Selasa (25/08/15) kembali menunjukkan rontoknya nilai index saham Cina sebesar 6 persen. Situasi ini juga mengimbas perdagangan di bursa Tokyo, Jepang. Sementara di Indonesia, pada pembukaan pasar saham, nilai tukar Rupiah menembus hampir 14.000 per US-Dolar. Para investor kini memasukkan Cina ke pemuncak peringkat pemicu ketakutan global, menggeser posisi Yunani. "Rasa panik menguasai pasar saham. Investor global saling mengkanibalisasi. Tidak berlebihan jika menyebut situasi pasar sebagai bencana," ujar Zhou Lin seorang analis di Huatai Securities. Harian terkemuka Jerman *Süddeutsche Zeitung* juga melaporkan, ambruknya kurs saham di Cina berlanjut dan hanya kenal satu arah, ke bawah. Juga kurs saham di Jepang ikut terseret anjlok.

Tidak hanya Jepang, Negara muslim berkembang juga terkena imbasnya. Pasar saham global mencatat pada tahun 2015 saham Indonesia menurun dari tahun sebelumnya 2014 yang sebesar 5226.87 milyar dollar menjadi sebesar 4592.87 milyar dollar pada tahun 2015. Tidak hanya Indonesia Negara muslim berkembang lainnya seperti Malaysia juga mengalami penurunan saham dari tahun sebelumnya 2014 yaitu 23605.03 milyar dollar menurun sahamnya menjadi sebesar 21914.4 milyar dollar pada tahun 2015. Kemudian yang terkena dampak negative dari gejolak saham China yaitu Negara muslim berkembang India yang pada tahun 2014 tercatat sahamnya sebesar 27499.42 milyar dollar menjadi 26117.54 milyar dollar pada tahun 2015. Dan terakhir Negara muslim berkembang lainnya yaitu Turki juga terkena dampaknya yaitu pada tahun 2014 saham Turki tercatat sebesar 4323.52 milyar dollar menjadi 3721.03 milyar dollar pada tahun 2015.

Dalam hal ini dapat terlihat begitu besar ketergantungan Negara-negara muslim berkembang maupun Negara berkembang lainnya terhadap Negara maju sehingga apabila terjadi goncangan perekonomian pada Negara maju, Negara-negara berkembang tidak dapat menghindar dari gejolak tersebut.

2. Perkembangan Variabel Penelitian

a. Perkembangan Inflasi (INF)

Bagian ini menguraikan perkembangan variabel - variabel penelitian yaitu pajak, pengeluaran pemerintah, suku bunga kredit, jumlah uang beredar, produk domestik bruto, investasi, kurs dan inflasi selama periode penelitian yaitu kuartal pertama tahun 2011 sampai dengan kuartal pertama tahun 2016.

Inflasi, yaitu Indikator untuk melihat tingkat perubahan, dan dianggap terjadi jika proses kenaikan harga berlangsung secara terus-menerus dan saling pengaruh-memengaruhi. Dalam penelitian ini, data laju inflasi diperoleh mulai tahun 2011 sampai dengan tahun 2016. Berikut perkembangan data inflasi.

Berdasarkan Tabel diatas diketahui bahwa laju inflasi pada Negara Muslim berkembang yaitu Indonesia, India dan Turki dari tahun 2010-2016 mengalami fluktuatif dari tahun ke tahun. Tetapi pada Negara Muslim Malaysia perkembangan laju inflasi lebih stabil di bandingkan dengan Negara Muslim berkembang lainnya.

3. Hasil Uji Asumsi VAR

a. Hasil Uji Stasioner

TAHUN	INF (INDONESIA)	INF (MALAYSIA)	INF (INDIA)	INF (TURKI)
2011	7	2.1	9.5	6.4
2012	3.8	3	6.5	10.5
2013	4.3	1.6	11.2	6.2
2014	8.4	3	10.6	7.5
2015	6.4	2.8	4.1	8.8
2016	3.4	2.6	5.3	8.2

Sumber : Bank Indonesia

Uji stasioneritas dapat dilakukan dengan uji akar-akar unit yang dikembangkan oleh Dickey Fuller. Alternatif dari uji Dickey Fuller adalah Augmented Dickey Fuller (ADF) yang berusaha meminimumkan autokorelasi. Uji ini berisi regresi dari diferensi pertama data runtut waktu terhadap lag variabel tersebut, lagged difference terms, konstanta, dan variabel trend (Kuncoro, 2001). Untuk melihat stasioneritas dengan menggunakan uji DF atau ADF dilakukan dengan membandingkan nilai kritis Mc Kinnon pada tingkat signifikansi 1% dengan nilai Augmented Dickey Fuller. Data yang tidak stasioner bisa menyebabkan regresi yang lancung sehingga perlu dilakukan uji stasioneritas data.

Penelitian ini dimulai dengan uji stasioner terhadap variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu: inflasi (INF), suku bunga (SB), harga asset atau saham (SHM), investasi (INVES), gross domestik bruto (GDP). Hasil pengujian stasioneritas data untuk semua variabel amatan adalah sebagai berikut:

Variabel	Nilai Augmented Dickey Fuller	Nilai Kritis	Prob	Keterangan
		Mc Kinnon pada Tingkat Signifikansi 1%		
INFLASI	-2.746659	3.752946	0.0817	Tidakstasioner
SUKU BUNGA	-2.013371	-3.752946	0.2794	Tidakstasioner
SAHAM	-1.614632	-3.752946	0.4594	Tidakstasioner
INVESTASI	-3.680923	3.752946	0.0117	Tidakstasioner
GDP	-5.115288	-3.752946	0.0004	stasioner

Hasil uji Augmented Dickey Fuller pada table di atas menunjukkan bahwa data variabel inflasi, suku bunga, saham dan investasi tidak stasioner pada level atau pada data sebenarnya, dan hanya satu yang stasioner pada level yaitu variabel GDP. Dengan begitu sebagaimana ditunjukkan oleh nilai Dickey Fuller statistik yang di bawah nilai kritis Mc Kinnon pada derajat kepercayaan 1 persen. Solusinya adalah dengan menciptakan variabel baru dengan cara first difference (disebut DINF, DSB, DSHM, DINVES), kemudian diuji kembali dengan uji ADF. Hasil pengujian untuk 1st difference dapat dilihat pada tabel berikut:

Variabel	Nilai Augmented Dickey Fuller	Nilai Kritis	Prob	Keterangan
		Mc Kinnon pada Tingkat Signifikansi 1%		
INFLASI	-6.252756	3.769597	0.0000	Stasioner
SUKU BUNGA	-4.934256	-3.769597	0.0007	Stasioner
SAHAM	-4.348421	-3.769597	0.0028	Stasioner
INVESTASI	-6.763635	-3.769597	0.0000	Stasioner

Sumber : Lampiran

b. Hasil Uji Kointegrasi

Dari uji persamaan terkointegrasi pada 5 persen level yang berarti asumsi adanya hubungan jangka panjang antar variabel terbukti. Berdasarkan hasil uji kointegrasi diketahui bahwa ternyata ada persamaan yang memiliki kointegrasi dalam jangka panjang sehingga hasil kausalitas yang menyatakan hubungan jangka pendek dapat digantikan dengan asumsi yang menyatakan hubungan jangka menengah dan jangka panjang terbukti. Jadi semua variabel dinyatakan memiliki kontribusi dalam jangka panjang sehingga analisa Vector *Autoregression* dapat digunakan untuk pengujian selanjutnya.

c. Hasil Uji Stabilitas Lag Struktur VAR

Stabilitas sistem VAR akan dilihat dari inverse roots karakteristik AR polinomialnya. Hal ini dapat dilihat dari nilai modulus di tabel AR-nomialnya, jika seluruh nilai AR-rootsnya di bawah 1, maka sistem VAR-nya stabil. Uji stabilitas VAR dilakukan dengan menghitung akar-akar dari fungsi polinomial atau dikenal dengan

roots of characteristic polinomial. Jika semua akar dari fungsi polinomial tersebut berada di dalam unit circle atau jika nilai absolutnya < 1 maka model VAR tersebut dianggap stabil sehingga IRF dan FEVD yang dihasilkan akan dianggap valid.

Nilai roots modulus dibawah 1 kemudian pada Gambar 4.6 dan 4.7 menunjukkan titik roots berada dalam garis lingkaran. Di mana spesifikasi model yang terbentuk dengan menggunakan *Roots of Characteristic Polynomial* dan *Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial* diperoleh hasil stabil, hal ini dapat ditunjukkan bahwa hampir semua unit roots berada dalam lingkaran gambar *Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial*. Stabilitas lag sudah terpenuhi maka analisa VAR bisa dilanjutkan.

d. Hasil Penetapan Tingkat Lag Optimal

Penetapan lag optimal dapat menggunakan kriteria *Schwarz Criterion* (SC), dan *Akaike Information Criterion* (AIC). *Akaike Information Criteria* = $-2(l/T) + 2(k/T)$ dan *Schwarz Criterion* = $-2(l/T) + k \log(T)/T$. Penentuan lag yang optimal jika nilai AIC dan SC lebih rendah dari salah satu lag.

Hasil penentuan lag menunjukan bahwa pada lag 1 nilai AIC (56.24094) lebih rendah dari nilai AIC pada lag 2 yaitu (57.89359). Kesimpulannya adalah penggunaan VAR pada lag 1 lebih optimal dibandingkan dengan VAR pada lag 2. Jadi penelitian ini menggunakan lag 1 untuk menganalisanya.

4. Analisis Vector Auto Regression (VAR)

Setelah dilakukan uji asumsi, yaitu uji stasioneritas, uji kointegrasi, uji stabilitas lag struktur dan penetapan tingkat lag optimal, maka langkah selanjutnya adalah menganalisa VAR. Analisis ini dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan simultan (saling terkait atau saling kontribusi) antara variabel, sebagai variabel eksogen dan variabel endogen dengan memasukkan unsur waktu (lag).

Berdasarkan hasil analisa Vector Autoregression diketahui bahwa variabel sebelumnya juga berkontribusi terhadap variabel sekarang sebagaimana yang ditunjukkan pada tabel 4.14 diatas bahwa variabel masa lalu (t-1) berkontribusi terhadap variabel itu sendiri dan variabel lain. Dengan menggunakan dasar lag 1 terlihat bahwa adanya kontribusi dari masing-masing variabel terhadap variabel itu sendiri dan variabel lainnya, dengan demikian variabel inflasi (INF), suku bunga (SB), saham (SHM), investasi (INVES) dan GDP (GDP) dalam penelitian ini saling berkontribusi. Analisis VAR dalam penelitian ini mencakup variabel.

Hasil kesimpulan kontribusi analisa VAR menunjukkan kontribusi terbesar satu dan dua terhadap suatu variabel, yang kemudian dianalisa sebagai berikut:

- 1) Analisis VAR terhadap GDP Kontribusi yang paling besar terhadap penerimaan GDP adalah investasi periode sebelumnya dan disusul oleh suku bunga periode sebelumnya. Adanya peningkatan terhadap GDP akan meningkatkan kapasitas produksi, naiknya kapasitas produksi akan meningkatkan pendapatan masyarakat, naiknya pendapatan masyarakat akan meningkatkan kepercayaan

investor yang akan berinvestasi dan apabila hal ini didukung oleh suku bunga yang rendah.

- 2) Analisis VAR terhadap INF Kontribusi yang paling besar terhadap laju inflasi adalah investasi pada periode sebelumnya dan suku bunga pada periode sebelumnya. Jika terjadinya inflasi maka kebijakan moneter yang paling tepat yaitu dengan menaikkan tingkat suku bunga. Dan kenaikan atau penurunan tingkat suku bunga sangat memengaruhi perkembangan investasi suatu negara. Di mana apabila disuatu negara inflasi terkendali, tingkat suku bunga rendah maka investor lebih mempercayai berinvestasi dinegara tersebut dibandingkan dengan berinvestasi di negara yang perkembangan laju inflasinya tidak dapat terkendali.
- 3) Analisis VAR terhadap INVES Kontribusi yang paling besar terhadap investasi adalah GDP periode sebelumnya dan disusul oleh saham periode sebelumnya. Peningkatan investasi tahun sekarang juga dipengaruhi oleh naiknya gdp akan meningkatkan produksi dan meningkatkan ekspor, dan berdampak positif terhadap perekonomian di Negara muslim berkembang dan pada akhirnya berdampak positif terhadap investasi di mana para investor mulai tertarik atau mulai mempercayai berinvestasi di Negara muslim berkembang misalnya India, Indonesia, Malaysia ataupun Turki.
- 4) Analisis VAR terhadap SB Kontribusi yang paling besar terhadap suku bunga adalah investasi pada periode sebelumnya dan suku bunga itu sendiri pada periode sebelumnya. Besarnya interest dan adanya peningkatan terhadap cadangan devisa berarti meningkatnya pendapatan nasional dan pendapatan perkapita, sedangkan naiknya pendapatan masyarakat akan meningkatkan konsumsi masyarakat sehingga akan meningkatkan daya beli yang akhirnya berdampak pada interest dan investasi.
- 5) Analisis VAR terhadap Saham Kontribusi yang paling besar terhadap harga saham adalah harga saham itu sendiri pada periode sebelumnya dan disusul oleh investasi periode sebelumnya. Tekanan harga indeks periode sebelumnya sangat berdampak pada harga indeks periode sekarang. Transaksi berjalan menggambarkan nilai ekspor dan impor suatu negara, sekaligus menggambarkan kondisi ekonomi suatu negara pada saat itu. Jika kondisi suatu negara stabil, maka akan meningkatkan harga-harga indeks tersebut. Dan semakin meningkatkan kepercayaan investor yang akan berinvestasi di negara muslim berkembang.

5. Analisis *Impulse Response Function (IRF)*

Analisis Impulse response function ini digunakan untuk melihat respons variable lain terhadap perubahan satu variable dalam jangka pendek, menengah dan panjang. Estimasi yang dilakukan untuk IRF ini dititikberatkan pada respons suatu variabel pada perubahan satu standar deviasi dari variabel itu sendiri maupun dari variabel lainnya yang terdapat dalam model.

KESIMPULAN

Laju inflasi pada Negara Muslim berkembang yaitu Indonesia, India dan Turki dari tahun 2010-2016 mengalami fluktuatif dari tahun ke tahun. Tetapi pada Negara Muslim Malaysia perkembangan laju inflasi lebih stabil di bandingkan dengan Negara Muslim berkembang lainnya.

Kontribusi yang paling besar terhadap laju inflasi yaitu investasi pada periode sebelumnya dan suku bunga pada periode sebelumnya. Jika terjadinya inflasi maka kebijakan moneter yang paling tepat yaitu dengan menaikkan tingkat suku bunga. Dan kenaikan atau penurunan tingkat suku bunga sangat memengaruhi perkembangan investasi suatu negara.

DAFTAR PUSTAKA

- Anoraga. (2001). Pengantar Pasar Modal Indonesia. Mediasoft Indonesia.
- Ariefianto. (2012). Ekonometrika Esensi Dan Aplikasi Dengan Menggunakan Eviws. Erlangga.
- Arifin, S. (2004). Membaca Saham. Yogyakarta.
- Asmanto, Priadi., dkk. (2008). *Cadangan Devisa, Financial Deepening Dan Stabilitas Nilai Tukar Rupiah Akibat Gejolak Nilai Tukar Perdagangan*. Institut Teknologi Sepuluh Nopember. Surabaya.
- Dewi, Putu., dkk. (2015). *Pengaruh Produk Domestik Bruto, Cadangan Devisa Dan Kurs Dollar Amerika Serikat Terhadap Impor Produk Elektronik Di Indonesia Tahun 1993-2013*. Universitas Udayana. Bali
- Granger. (1988). *Spurious Regression in Econometrics*.
- Gujarati. (2003). *Ekonometrik Dasar*. Mediasoft Indonesia: Jakarta.
- Jugiyanto. (2013). *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*. Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.
- Nopirin. (1996). *Ekonomi Internasional; Edisi ke tiga*. BPFE, Yogyakarta.
- Noviasari, Anisa. (2012). *Efektivitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Ganda Di Indonesia*. Universitas Trisakti. Indonesia.