

Pengaruh Kebijakan Moneter Terhadap Inflasi Periode Pra dan Selama Pandemi Covid-19

Gema Adi Wibisana*

* Penulis korespondensi. Jurusan Ilmu Ekonomi, Universitas Katolik Parahyangan, Indonesia.

Nicolaus Juan A

Jurusan Ilmu Ekonomi, Universitas Katolik Parahyangan, Indonesia.

Cindy Shafira Beninda

Jurusan Ilmu Ekonomi, Universitas Katolik Parahyangan, Indonesia.

Theresia Alverina P

Jurusan Ilmu Ekonomi, Universitas Katolik Parahyangan, Indonesia.

Abstract

JEL Classification Code:
E520, E310.

Kata kunci: Kebijakan Moneter, Inflasi, Pandemi.

Email penulis:
2017110015@student.unpar.ac.id*,
2017110016@student.unpar.ac.id
6021801007@student.unpar.ac.id
6021801067@student.unpar.ac.id

This study aims to find the effect of monetary policy on inflation through the bank lending channel. This research uses path analysis as a research method with dummy variables to show differences before the pandemic and during the pandemic. The study shows that monetary policy in influencing inflation needs to be through intermediate or intervening variables, especially before the pandemic, namely through PUAB variables, credit interest rates and bank reserves. Research also shows that PUAB and interest rates significantly affect inflation, while bank reserves do not. During the pandemic period, only the PUAB had a significant effect on inflation.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi melalui jalur bank lending. Penelitian ini menggunakan analisis jalur sebagai metode penelitian dengan variabel dummy untuk menunjukkan perbedaan sebelum pandemi dan selama pandemi. Kajian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan moneter dalam mempengaruhi inflasi perlu melalui variabel perantara atau intervening terutama sebelum pandemi yaitu melalui variabel PUAB, suku bunga kredit dan cadangan bank. Penelitian juga menunjukkan bahwa PUAB dan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap inflasi, sedangkan cadangan bank tidak. Selama masa pandemi, hanya PUAB yang berpengaruh signifikan terhadap inflasi.

Pendahuluan

Pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu faktor penting di suatu negara khususnya negara berkembang. Dalam hal ini, pertumbuhan ekonomi dianggap sebagai tolok ukur keberhasilan negara dalam perekonomian. Menurut Todaro dan Smith (2006), pertumbuhan ekonomi akan menunjukkan sejauh mana kegiatan perekonomian akan menghasilkan tambahan pendapatan pada masyarakat. Dalam menjaga pertumbuhan ekonomi yang stabil, para pemangku kebijakan dan pemerintah memiliki peran khusus dalam mengeluarkan kebijakan tertentu yang dapat membantu

menjaga stabilitas perekonomian. Salah satu kebijakan yang ada dan digunakan sejauh ini adalah kebijakan moneter. Dalam hal ini, kebijakan moneter digunakan untuk dapat membantu menjaga stabilitas harga yang tercermin melalui terkendalinya tingkat inflasi, pertumbuhan serta pembangunan ekonomi (Hussain, Bashir, & Bilal, 2020)

Kebijakan moneter merupakan sebuah kebijakan yang dikeluarkan dan diatur oleh otoritas moneter, yaitu Bank Sentral. Di Indonesia, kebijakan moneter dikeluarkan dan diatur oleh Bank Indonesia untuk mencapai perkembangan perekonomian dengan tujuan akhir stabilitas ekonomi makro yang tercermin melalui stabilitas harga (rendahnya laju inflasi) dan membaiknya perkembangan output riil (pertumbuhan ekonomi) (Boediono, 1982). Walaupun kebijakan moneter telah diberikan untuk dapat menjaga stabilitas harga dan pertumbuhan ekonomi, namun perekonomian tidak dapat stabil setiap saat. Bercermin pada krisis keuangan tahun 2008 yang memberikan pelajaran kepada seluruh negara bahwa stabilitas perekonomian tidak dapat dijaga dengan baik apabila stabilitas sistem keuangan tidak turut dijaga.

Sistem keuangan yang tidak stabil akan menimbulkan guncangan terhadap stabilitas perekonomian yang kemudian membahayakan ketahanan dari perekonomian suatu negara. Hal ini sudah sejalan dengan tujuan Bank Indonesia yang tercantum dalam Undang-Undang Bank Indonesia Nomor 3 Tahun 2004 (amandemen dari UU BI Nomor 23 Tahun 1999) bahwa tujuan Bank Indonesia adalah untuk mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah (Otoritas Jasa Keuangan (OJK), 2013). Grafik 1 dibawah ini menunjukkan perkembangan inflasi yang terjadi di Indonesia utamanya sebelum terjadi krisis COVID-19 yang melanda sejak Desember 2019. Melihat tren perkembangan inflasi Indonesia sejak tahun 2016, menunjukkan bahwa inflasi cenderung stabil yang berada di kisaran 0,6% pada setiap tahunnya. Walau pada tahun 2017 sempat meningkat sampai dengan 1%.

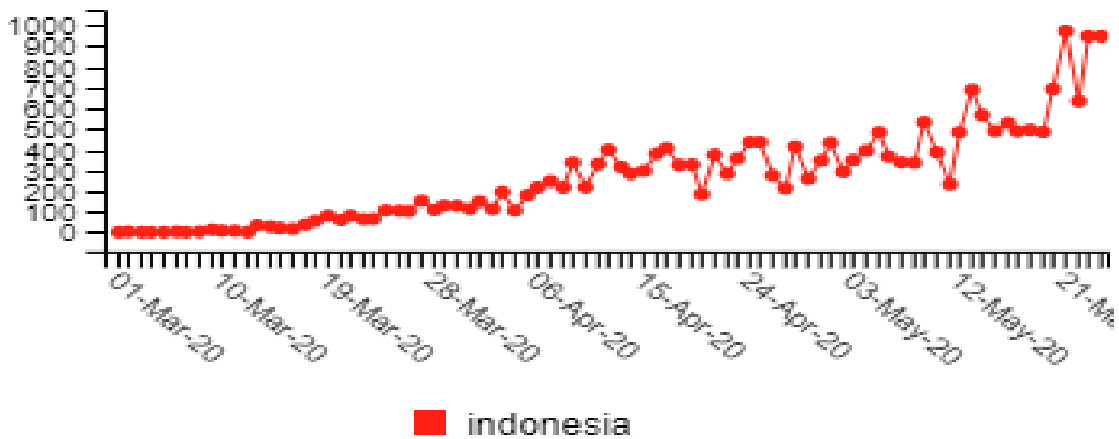
Grafik 1. Laju Inflasi Indonesia Januari 2016- Februari 2020



Sumber: BPS

Pada tahun 2020, masyarakat di seluruh dunia termasuk Indonesia menghadapi sebuah wabah. Wabah tersebut terjadi akibat virus yang menular melalui permukaan benda mati maupun melalui manusia. Sebagaimana disebutkan oleh WHO, *coronavirus disease 2019* (COVID-19) adalah penyakit menular yang disebabkan oleh jenis virus yang baru ditemukan. Dalam kasus ini COVID-19 merupakan virus yang tergolong baru dan penyakit yang sebelumnya tidak dikenal hingga akhirnya merebak sebagai wabah di Wuhan, Tiongkok, pada bulan Desember 2019 (WHO Int, 2020). Jenis virus yang menyebabkan penyakit COVID-19 adalah *coronavirus*, merupakan suatu kelompok virus yang dapat menyebabkan penyakit pada hewan atau manusia. Beberapa jenis *coronavirus* diketahui menyebabkan infeksi saluran pernapasan pada manusia mulai dari batuk pilek hingga yang lebih serius seperti *Middle East Respiratory Syndrome* (MERS) dan *Severe Acute Respiratory Syndrome* (SARS) (WHO Int, 2020).

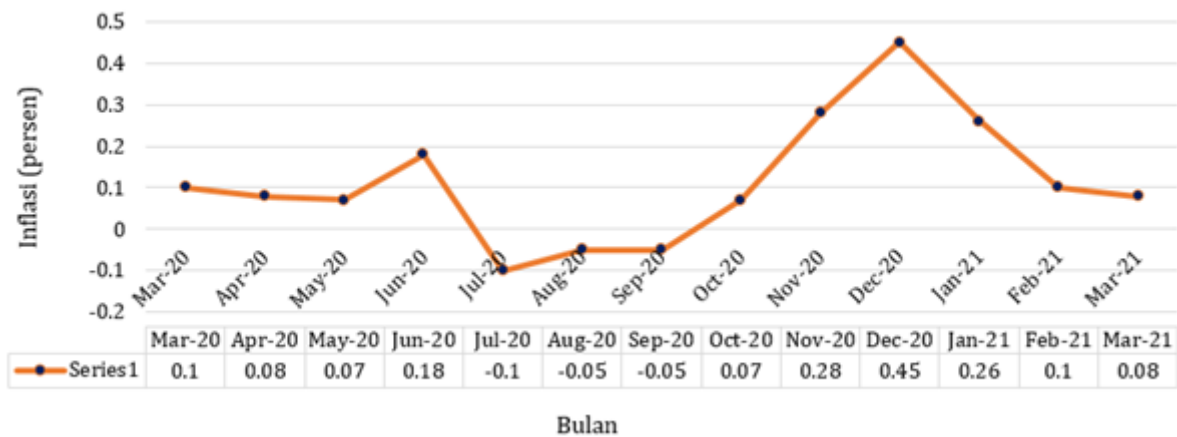
Grafik 2. Data Sebaran COVID-19 di Indonesia



Sumber : Kementerian Kesehatan (diolah)

Grafik 2 di atas menunjukkan data sebaran masyarakat yang terdeteksi positif COVID-19 di Indonesia sampai dengan 21 Mei 2020. Melalui data tersebut dapat terlihat bahwa masyarakat yang terinfeksi dan positif COVID-19 masih sangat banyak dan statistik menunjukkan peningkatan yang signifikan dari bulan ke bulan. Pandemi yang berlangsung ini memberikan dampak terhadap perekonomian, tercermin dalam data inflasi pada grafik 3 di bawah ini. Setelah pengumuman kasus pertama pasien pandemi COVID-19 di Indonesia yakni bulan Maret 2020, terjadi penurunan inflasi secara terus menerus hingga yang terdalam pada bulan Juli 2020 yakni sebesar -0,1%. Inflasi sempat kembali naik di bulan Desember 2020, namun kemudian menurun kembali di bulan selanjutnya.

Grafik 3. Laju Inflasi Indonesia Maret 2020 - Maret 2021



Sumber: BPS

Pandemi COVID-19 menjadi salah satu penyebab dari menurunnya aktivitas perekonomian di dunia termasuk negara Indonesia yang menyebabkan pertumbuhan ekonomi menurun. Hal tersebut disebabkan oleh masyarakat yang tidak dapat melakukan aktivitas sehari-hari pada umumnya sehingga menyebabkan konsumsi masyarakat menurun. Walaupun pertumbuhan ekonomi dunia dan Indonesia menurun, Bank Indonesia sebagai bank sentral bersama dengan pemerintah terus berupaya untuk menjaga perekonomian di Indonesia agar tetap stabil. Bank Indonesia bersama dengan Komite Stabilitas Sistem Keuangan (Kementerian Keuangan, Otoritas Jasa Keuangan, dan Lembaga Penjamin Simpanan) melakukan berbagai koordinasi kebijakan untuk menjaga ketahanan sistem keuangan dan ketahanan perekonomian di Indonesia.

Salah satu kebijakan yang diberikan untuk menangani krisis pandemi adalah kebijakan moneter, melalui kebijakan moneter diharapkan dapat membantu meningkatkan pertumbuhan ekonomi dengan menjaga stabilitas harga dan suku bunga yang ditetapkan. Kebijakan moneter yang diberikan diharapkan dapat mempertahankan stabilitas keuangan dan perekonomian melalui pengaturan terhadap inflasi. Bernanke dan Gertler (1995) menyatakan bahwa kebijakan moneter dapat memengaruhi inflasi melalui jalur kredit /atau *bank lending channel*. Dalam hal ini, kebijakan moneter dapat memengaruhi output riil melalui perubahan pada penawaran kredit (*credit supply*) khususnya pada kredit bank komersial. Walau demikian, menurut Warjiyo (2004), pelaksanaan kebijakan moneter membutuhkan proses yang cukup panjang melalui transmisi kebijakan moneter.

Mekanisme ini menggambarkan tindakan otoritas moneter memberikan kebijakan yang memengaruhi berbagai variabel ekonomi dan keuangan sebelum akhirnya kebijakan tersebut memengaruhi inflasi (Taylor, 1995). Mekanisme kebijakan moneter mencakup berbagai saluran untuk mencapai pengaruhnya terhadap perekonomian riil, diantaranya adalah saluran "*balance sheet*" dan "*bank lending*" (Ramlogan, 2007). Berbagai ekonom memberikan pandangan bahwa saluran "*bank lending*" merupakan cara terbaik untuk mencapai hasil akhir penerapan kebijakan moneter. Hal ini disebabkan oleh jumlah penawaran kredit bank akan memengaruhi kegiatan investasi dan konsumsi yang kemudian berdampak pada tingkat inflasi (Mishkin, 2009).

Sehubungan dengan pembahasan terkait pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi, peneliti mengacu pada adanya *research gap* yang terdapat di beberapa penelitian terdahulu dan terkini. Seperti penelitian yang disampaikan oleh (Hernando & Pages, 2001) menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang kontraktif dapat menurunkan DPK yang kemudian berdampak pada penurunan jumlah kredit. Sebagaimana (Campello, 2002) turut menyatakan bahwa kebijakan moneter melalui *bank lending channel* tidak berjalan efektif yang kemudian menimbulkan konglomerasi global (*global holding company*). Berbeda dengan penelitian terdahulu, penelitian terkini yang dikemukakan oleh (Yusuf, 2016) dan (N, Hayati, & G, 2018) memperoleh hasil bahwa kebijakan moneter melalui jalur kredit dapat memengaruhi inflasi.

Dengan adanya *research gap* tersebut, mengindikasikan bahwa kebijakan moneter melalui *bank lending channel* tidak selalu memiliki dampak signifikan utamanya dalam memengaruhi inflasi. Hal ini menjadi tidak sejalan dengan teori kebijakan moneter *bank lending channel*. Selain itu, perbedaan hasil penelitian terdahulu menyebabkan peneliti menduga terdapat variabel lain atau faktor lain dari *bank lending channel* yang dapat memperkuat maupun membuat pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi menjadi lemah. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menemukan pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi melalui variabel *bank lending channel*.

Penelitian ini dibuat untuk mengetahui apakah kebijakan moneter melalui jalur "*bank lending channel*" dapat memengaruhi inflasi pada periode Pra Pandemi (Februari 2019-Februari 2020) dan Selama Pandemi (Maret 2020-Maret 2021). Periode ini diambil akibat banyaknya ketidakpastian ekonomi yang muncul pada periode tersebut, dari adanya penurunan investasi dan ekspor, hingga kemunculan pandemi COVID-19.

Landasan Teori dan Tinjauan Literatur

Kebijakan moneter merupakan sebuah kebijakan yang dikeluarkan dan ditetapkan oleh otoritas moneter atau bank sentral dalam bentuk pengendalian besaran moneter untuk mencapai perkembangan perekonomian dengan tujuan akhir yaitu stabilitas ekonomi makro yang tercermin melalui stabilitas harga (rendahnya laju inflasi), dan membaiknya perkembangan output riil (pertumbuhan ekonomi) (Boediono, 1982).

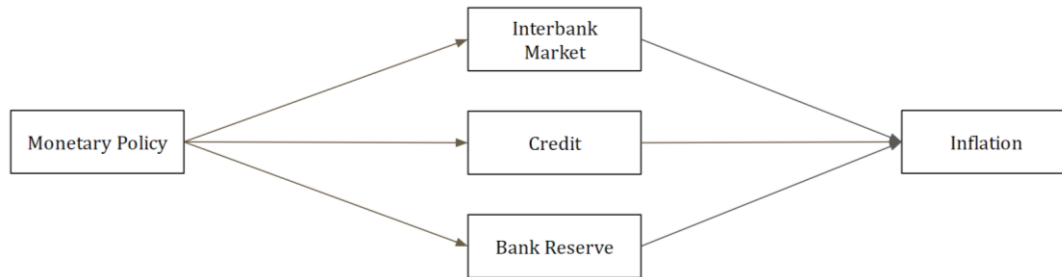
Teori yang dikemukakan oleh (Bernanke & Gertler, 1995) menyatakan bahwa kebijakan moneter dapat memengaruhi inflasi melalui jalur kredit /atau *bank lending channel* dengan variabel intervening yakni Pasar Uang Antar Bank (PUAB), suku bunga kredit, dan cadangan bank. Dalam hal ini, kebijakan moneter dapat memengaruhi output riil melalui perubahan pada penawaran kredit (*credit supply*) khususnya pada kredit bank komersial.

Secara umum inflasi merupakan sebuah proses kenaikan harga barang-barang secara umum yang berlangsung terus menerus dan tidak hanya disebabkan oleh satu macam barang dan tidak dalam waktu singkat. Dalam hal ini, inflasi menggambarkan kenaikan tingkat harga rata-rata yang

tidak diimbangi dengan kebaikan yang proporsional dari barang dan jasa yang dikonsumsi oleh masyarakat. Inflasi strukturalis menggambarkan bagaimana inflasi pada jangka panjang. Dalam hal ini, secara jangka panjang inflasi terjadi akibat adanya perilaku struktur ekonomi yang berubah-ubah khususnya di negara berkembang. (Boediono, 1982)

Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan gambaran terkait mekanisme perubahan BI *rate* dalam memengaruhi inflasi. BI *rate* dalam hal ini merupakan instrumen kebijakan moneter yang digunakan oleh Bank Indonesia dalam memengaruhi aktivitas kegiatan perekonomian dengan tujuan akhir inflasi. Menurut Taylor (1995) mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan jalur-jalur yang dilalui oleh kebijakan untuk dapat memengaruhi sasaran akhir dari kebijakan moneter yakni pendapatan nasional dan inflasi.

Diagram 1. Jalur transmisi kebijakan moneter



Kebijakan moneter sendiri tidak memengaruhi inflasi secara langsung, namun terdapat *time lag* melalui mekanisme transmisi kebijakan moneter. Mekanisme transmisi kebijakan moneter ini diukur dengan dua indikator, yaitu seberapa cepat *time lag* dan seberapa besar kekuatan variabel dalam menentukan variabel ekonomi dan variabel keuangan untuk menjadi indikator utama dalam pergerakan inflasi dan dalam mencapai sasaran operasional kebijakan moneter (Warjiyo, 2004). Bank Indonesia menggunakan instrumen BI *rate* sebagai sasaran utama dalam mencapai sasaran akhir inflasi. Mekanisme kerja perubahan BI *rate* yang memengaruhi inflasi ini disebut mekanisme transmisi kebijakan moneter (Yusuf, 2016).

Sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh (Bernanke & Gertler, 1995) bahwa kebijakan moneter dapat memengaruhi inflasi melalui *bank lending channel*. Adapun variabel dari *bank lending channel* tersebut dicerminkan oleh PUAB Rate (*Interbank Market*), Kredit Bank (*Bank Credit*) dan Cadangan Bank (*Bank Reserve*).

Metode Penelitian

Metode estimasi

Penelitian ini menggunakan metode *Path Analysis* dengan variabel *dummy* untuk menguji pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi periode pra-pandemi, yaitu bulan Februari 2019 hingga Februari 2020 dan selama pandemi, yaitu bulan Maret 2020 - Maret 2021. Variabel *dummy* atau variabel boneka adalah variabel numerik yang digunakan dalam analisis regresi untuk mewakili sub kelompok sampel dalam penelitian. Variabel *dummy* merupakan variabel kategori dengan nilai 0 dan 1 sebagai cara utama agar variabel kategoris dapat dimasukkan sebagai prediktor dalam model statistik.

Metode *path analysis* atau analisis jalur digunakan untuk menganalisis hubungan sebab akibat (*causing modelling*) atau pengaruh langsung atau tidak langsung antara variabel. Analisis jalur terkait dengan regresi berganda dan merupakan perpanjangan dari model regresi untuk menguji kecocokan matriks korelasi dengan model kausal yang diuji (Garson, 2004). Tujuan dari analisis jalur untuk memberikan pengaruh dan signifikansi hipotesis hubungan kausal antar variabel yang ditampilkan melalui penggunaan diagram jalur. Diagram jalur merupakan ilustrasi dimana variabel diidentifikasi dan panah dari satu variabel ditarik ke variabel lain untuk menunjukkan hubungan kausal berdasarkan teori. Analisis jalur yang digunakan adalah untuk melihat hubungan antara suatu

variabel dengan variabel lain. Oleh sebab itu, diperlukan model penelitian secara terpisah terhadap satu variabel dengan variabel lainnya.

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan model penelitian sebagai berikut. Agar dapat membedakan antara periode sebelum dan saat pandemi, penulis memisahkan model penelitian (1) menjadi model penelitian untuk periode pra pandemi (2) dan model penelitian untuk periode selama pandemi (3). Pada periode sebelum pandemi, konstanta dan koefisien dari masing-masing variabel adalah β_n dan α_n . Sedangkan pada periode terjadinya pandemi, konstanta dan koefisien masing-masing variabel adalah $\alpha_n + \delta_n$ dan $\beta_n + \mu_n$ atau berupa penambahan dari koefisien masing-masing variabel dengan koefisien *interaction dummy*.

$$\begin{bmatrix} PUAB \\ CREDIT \\ LOG(RESERVE) \\ INFLASI \\ INFLASI \\ INFLASI \\ INFLASI \end{bmatrix}_t = \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \alpha_3 \\ \alpha_4 \\ \alpha_5 \\ \alpha_6 \\ \alpha_7 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \\ \beta_3 \\ \beta_4 \\ \beta_5 \\ \beta_6 \\ \beta_7 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} SBI \\ SBI \\ SBI \\ PUAB \\ CREDIT \\ LOG(RESERVE) \\ SBI \end{bmatrix}_t + \begin{bmatrix} \delta_1 \\ \delta_2 \\ \delta_3 \\ \delta_4 \\ \delta_5 \\ \delta_6 \\ \delta_7 \end{bmatrix} DUMMY_t + \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \\ \mu_3 \\ \mu_4 \\ \mu_5 \\ \mu_6 \\ \mu_7 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} SBI \\ SBI \\ SBI \\ PUAB \\ CREDIT \\ LOG(RESERVE) \\ SBI \end{bmatrix}_t + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \varepsilon_3 \\ \varepsilon_4 \\ \varepsilon_5 \\ \varepsilon_6 \\ \varepsilon_7 \end{bmatrix}_t \quad (1)$$

$$\begin{bmatrix} PUAB \\ CREDIT \\ LOG(RESERVE) \\ INFLASI \\ INFLASI \\ INFLASI \\ INFLASI \end{bmatrix}_t = \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \alpha_3 \\ \alpha_4 \\ \alpha_5 \\ \alpha_6 \\ \alpha_7 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \\ \beta_3 \\ \beta_4 \\ \beta_5 \\ \beta_6 \\ \beta_7 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} SBI \\ SBI \\ SBI \\ PUAB \\ CREDIT \\ LOG(RESERVE) \\ SBI \end{bmatrix}_t + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \varepsilon_3 \\ \varepsilon_4 \\ \varepsilon_5 \\ \varepsilon_6 \\ \varepsilon_7 \end{bmatrix}_t \quad (2)$$

$$\begin{bmatrix} PUAB \\ CREDIT \\ LOG(RESERVE) \\ INFLASI \\ INFLASI \\ INFLASI \\ INFLASI \end{bmatrix}_t = \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \alpha_3 \\ \alpha_4 \\ \alpha_5 \\ \alpha_6 \\ \alpha_7 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \delta_1 \\ \delta_2 \\ \delta_3 \\ \delta_4 \\ \delta_5 \\ \delta_6 \\ \delta_7 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \\ \beta_3 \\ \beta_4 \\ \beta_5 \\ \beta_6 \\ \beta_7 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \\ \mu_3 \\ \mu_4 \\ \mu_5 \\ \mu_6 \\ \mu_7 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} SBI \\ SBI \\ SBI \\ PUAB \\ CREDIT \\ LOG(RESERVE) \\ SBI \end{bmatrix}_t + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \varepsilon_3 \\ \varepsilon_4 \\ \varepsilon_5 \\ \varepsilon_6 \\ \varepsilon_7 \end{bmatrix}_t \quad (3)$$

dimana Variabel dummy dengan 0 untuk periode pra-pandemi (Februari 2019 - Februari 2020) dan 1 untuk periode saat pandemi (Maret 2020 - Maret 2021).

Data Penelitian

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari Badan Pusat Statistik (BPS), Statistik Bank Indonesia, dan Statistik Perbankan Indonesia (SPI) oleh Otoritas Jasa Keuangan. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel inflasi. Kemudian, variabel *intervening* merupakan variabel PUAB, kredit, dan reserve. Sedangkan variabel independen yang digunakan adalah SBI sebagai indikator dari kebijakan moneter. Adapun penggunaan data selama pandemi yang dimulai dari Maret 2020 ini disebabkan oleh Indonesia pertama kali mengkonfirmasi kasus COVID-19 yang masuk ke Indonesia sejak 02 Maret 2020.

Tabel 1. Variabel dan Sumber Data

Variabel	Data	Periode Pra-Pandemi	Periode Selama Pandemi	Sumber Data
Inflasi	Inflasi per bulan di Indonesia	Februari 2019 - Februari 2020	Maret 2020 - Maret 2021	BPS
SBI	BI 7-Days Repo <i>Rate</i> per bulan (30 hari)	Februari 2019 - Februari 2020	Maret 2020 - Maret 2021	Statistik Bank Indonesia
PUAB	Suku bunga Pasar Uang Antar Bank per bulan	Februari 2019 - Februari 2020	Maret 2020 - Maret 2021	Statistik Bank Indonesia
Kredit	Rata-rata suku bunga kredit bank umum per bulan	Februari 2019 - Februari 2020	Maret 2020 - Maret 2021	SPI OJK
Reserve	Cadangan bank umum per bulan	Februari 2019 - Februari 2020	Maret 2020 - Maret 2021	SPI OJK

Hasil dan Pembahasan

Berdasarkan pengolahan data yang dilakukan, penulis menemukan hasil yang ditunjukkan dalam Tabel 1. Dalam hal ini, regresi dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari kebijakan moneter yang dicerminkan oleh variabel SBI terhadap tiga variabel antara (*intervening*) yakni PUAB, *CREDIT*, dan *RESERVE*. Hasil uji menunjukkan bahwa ketiganya secara signifikan memengaruhi SBI. Selanjutnya, kedua variabel antara (variabel *intervening*) secara signifikan memengaruhi inflasi, dan 1 variabel antara yakni *RESERVE* atau cadangan bank tidak secara signifikan memengaruhi inflasi pada tingkat $\alpha = 10\%$. Hal ini disebabkan oleh cadangan bank yang tidak secara langsung berkaitan dengan sektor riil, berbeda dengan kredit yang lebih dekat dengan sektor riil melalui aktivitas konsumsi masyarakat.

Tabel 2. Regresi OLS dengan Interaction Dummy

Regresi OLS dengan Interaction Dummy						
Dependent	Independent	C	Coef.	Dummy	Int. Dummy	R-square
PUAB	SBI	-0,534	1,086	-1,632	0,361	0,9793
		(0,318)	(0,000)	(0,040)	(0,038)	
CREDIT	SBI	10,897	0,119	-1,372	0,274	0,9660
		(0,000)	(0,001)	(0,000)	(0,000)	
LOG(RESERVE)	SBI	11,406	-0,038	-0,080	0,009	0,2972
		(0,000)	(0,025)	(0,532)	(0,734)	
INFLASI	PUAB	-0,700	0,172	0,926	-0,203	0,7635
		(0,000)	(0,022)	(0,000)	(0,035)	
INFLASI	CREDIT	2,655	-0,210	1,701	-0,173	0,8227
		(0,000)	(0,088)	(0,000)	(0,199)	
INFLASI	LOG(RESERVE)	0,962	-1E-05	-1,026	1E-05	0,0869
		(0,000)	(0,680)	(0,505)	(0,805)	
INFLASI	SBI	-0,511	0,136	1,071	-0,247	0,1403
		(0,468)	(0,292)	(0,290)	(0,265)	

Agar dapat membedakan periode sebelum pandemi atau bulan Februari 2019 - Februari 2020 dengan periode saat pandemi atau bulan Maret 2020 - Maret 2021, kami membagi hasil penelitian berdasarkan hasil regresi yang sudah dilakukan secara keseluruhan. Sebelumnya di bagian model

penelitian kami telah membagi model penelitian untuk periode sebelum pandemi dan selama terjadinya pandemi COVID-19.

Pengaruh Kebijakan Moneter terhadap Inflasi Periode Pra Pandemi

Pada saat sebelum pandemi (*dummy* = 0), koefisien untuk *path analysis* cukup menggunakan β_n atau koefisien dari masing-masing variabel untuk merepresentasikan hubungan antara satu variabel dengan variabel lainnya. Hasil penelitian sebelum pandemi ditunjukkan oleh Tabel 2 sebagai hasil regresi OLS serta Diagram 3 sebagai bentuk *path analysis*.

Tabel 3. Regresi OLS dengan Interaction Dummy sebelum Pandemi

Regresi OLS Dummy Sebelum Pandemi			
Dependent	Independent	C	Coef.
PUAB	SBI	-0,534 (0,318)	1,086 (0,000)
CREDIT	SBI	10,897 (0,000)	0,119 (0,001)
LOG(RESERVE)	SBI	11,406 (0,000)	-0,038 (0,025)
INFLASI	PUAB	-0,700 (0,000)	0,172 (0,022)
INFLASI	CREDIT	2,655 (0,000)	-0,210 (0,882)
INFLASI	LOG(RESERVE)	0,962 (0,000)	-1E-05 (0,680)
INFLASI	SBI	-0,511 (0,468)	0,136 (0,292)

Sumber: diolah oleh penulis

Berdasarkan hasil penelitian tabel 2 di atas, koefisien pada jalur kebijakan moneter dengan indikator SBI ke suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB) adalah sebesar 1,086 dengan tingkat signifikansi 0,000 dan *p-value* < 0,1 yang berarti signifikan. Artinya, kenaikan SBI sebesar 1% akan meningkatkan PUAB sebesar 1,086%. Hal ini disebabkan karena peningkatan maupun penurunan oleh SBI akan direspon secara cepat dan positif oleh suku bunga PUAB. Mengacu pada hal tersebut, suku bunga PUAB menjadi suku bunga yang baik digunakan sebagai sasaran operasional kebijakan moneter karena mampu mencerminkan kondisi likuiditas di pasar uang Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa suku bunga PUAB tetap terjaga dan stabil karena ketersediaan likuiditas di pasar uang Indonesia yang longgar dan memadai dari bulan Februari 2019 - Februari 2020.

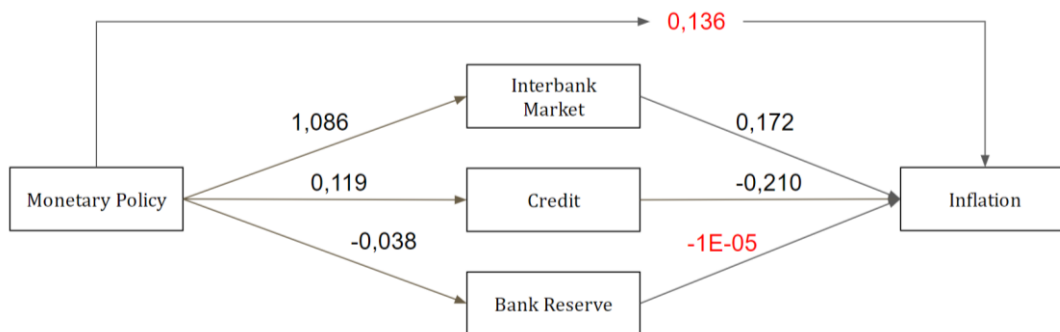
Kemudian, jalur PUAB berpengaruh terhadap Inflasi dengan koefisien 0,172 dan tingkat signifikansi 0,022 dengan *p-value* < 0,1 yang berarti signifikan. Artinya, kenaikan PUAB sebesar 1% akan meningkatkan Inflasi sebesar 0,172%. Hal ini terjadi karena suku bunga PUAB merupakan tingkat bunga yang dikenakan pada aktivitas memberi dan menerima pinjaman antar bank, sehingga suku bunga PUAB cukup dekat dengan sektor riil. Suku bunga PUAB akan memengaruhi suku bunga deposito yang diberikan oleh perbankan pada simpanan masyarakat dan selanjutnya memengaruhi suku bunga kredit yang dibebankan bank kepada para debitur. Transmisi suku bunga ini akan memengaruhi sektor riil tergantung pada kondisi permintaan konsumsi dan investasi. Pengaruh dari suku bunga ke konsumsi disebabkan suku bunga deposito berkontribusi pada pendapatan masyarakat dan pengaruh suku bunga terhadap permintaan investasi berasal dari suku bunga kredit yang dapat menyalurkan modal. Hal ini akan berdampak pada permintaan agregat sehingga pada akhirnya akan memengaruhi tingkat inflasi di Indonesia.

Pada jalur kebijakan moneter dengan indikator SBI terhadap suku bunga kredit menunjukkan bahwa Suku Bunga Bank Indonesia memengaruhi kredit secara signifikan dengan koefisien sebesar 0,119 dan tingkat signifikansi sebesar 0,001 dengan *p-value* < 0,1. Kebijakan moneter (SBI) terhadap suku bunga kredit memiliki pengaruh yang signifikan karena kenaikan dan penurunan SBI dapat memengaruhi suku bunga kredit secara langsung. Bank Indonesia sebagai bank sentral Indonesia

pada bulan Februari 2019 hingga Februari 2020 memiliki kebijakan menurunkan suku bunga acuan secara berkala untuk membuat suku bunga kredit perbankan mengalami penurunan sehingga bank dapat menyalurkan kredit lebih banyak ke masyarakat. Hal ini membuat tren pertumbuhan pada bulan Februari 2019 hingga Februari 2020 terbilang tinggi untuk kredit yang disalurkan perbankan kepada masyarakat. Kemudian, jalur kredit ke inflasi memiliki koefisien sebesar $-0,210$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,088$ dengan $p\text{-value} < 0,1$ yang berarti signifikan. Hal ini disebabkan karena suku bunga kredit kredit memengaruhi inflasi secara langsung. Perubahan pada suku bunga kredit untuk konsumsi maupun investasi dapat memengaruhi tingkat inflasi sebagai sasaran akhir kebijakan moneter. Pada bulan Februari 2019 hingga Februari 2020, suku bunga kredit yang turun akan berdampak pada peningkatan daya beli masyarakat sehingga akan meningkatkan inflasi.

Pada jalur kebijakan moneter dengan indikator SBI terhadap *bank reserve* (Cadangan Bank/GWM) memiliki nilai koefisien sebesar $-0,038$ dan tingkat signifikansi sebesar $0,025$ dengan $p\text{-value} < 0,1$ yang berarti signifikan. Jalur kebijakan moneter terhadap *bank reserve* memiliki pengaruh secara negatif karena selama Februari 2019 hingga Februari 2020 terjadi penurunan SBI. Penurunan suku bunga acuan ini dilakukan oleh Bank Indonesia untuk membuat bank dapat menurunkan suku bunga kredit dan meningkatkan kapasitas penyaluran kredit bank. Namun, peristiwa yang terjadi adalah penurunan suku bunga kredit tidak membuat permintaan kredit meningkat yang menunjukkan perilaku masyarakat yang lebih memilih menabung sehingga *bank reserve* terus mengalami peningkatan. Kemudian, jalur *bank reserve* ke inflasi memiliki koefisien sebesar $1E-05$ dan tingkat signifikansi sebesar $0,680$ dengan $p\text{-value} < 0,1$ yang berarti tidak signifikan. Pengaruh yang tidak signifikan ini disebabkan *bank reserve* tidak memengaruhi inflasi secara langsung, *bank reserve* akan terlebih dahulu memengaruhi permintaan konsumsi dan investasi yang akan berdampak pada permintaan agregat sehingga pada akhirnya akan memengaruhi inflasi.

Diagram 2. Path Analysis Periode Sebelum Pandemi



Pada saat sebelum pandemi ($dummy = 0$), *path analysis* ditunjukkan oleh Diagram 3 di atas. Jalur kebijakan moneter terhadap inflasi memiliki koefisien sebesar $0,136$ dan tingkat signifikansi sebesar $0,292$ dengan $p\text{-value} < 0,1$ yang berarti tidak signifikan. Terdapat hubungan tidak signifikan untuk dua hubungan dalam *path analysis* tersebut, yakni hubungan antara kebijakan moneter terhadap inflasi secara langsung dan hubungan antara cadangan bank terhadap inflasi. Sedangkan yang lainnya telah signifikan pada tingkat $p\text{-value}$ sebesar $0,1$. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara kebijakan moneter terhadap inflasi tidak dapat ditempuh secara langsung, melainkan perlu melalui variabel antara atau variable intervening yang merupakan Pasar Uang Antar Bank (PUAB), Kredit, dan Cadangan Bank.

Pengaruh Kebijakan Moneter terhadap Inflasi Periode Selama Pandemi

Berbeda dengan periode ketika terjadi pandemi ($dummy = 1$) seperti yang ditunjukkan dalam tabel 3. Koefisien untuk merepresentasikan hubungan suatu variabel dengan variabel lainnya dalam *path analysis* harus menggunakan β_n atau koefisien dari masing-masing variabel yang ditambah dengan μ_n atau koefisien *interaction dummy*. Hasil penambahan dari kedua koefisien tersebut akan menunjukkan bagaimana hubungan suatu variabel dengan variabel lainnya ketika periode terjadinya pandemi COVID-19 di Indonesia atau periode bulan Maret 2020-Maret 2021.

Tabel 4. Regresi OLS dengan Interaction Dummy sebelum Pandemi

Regresi OLS Dummy Saat Pandemi			
Dependent	Independent	$\alpha_n + \delta_n$	$\beta_n + \mu_n$
PUAB	SBI	-2,167	1,447
CREDIT	SBI	9,525	0,393
LOG(RESERVE)	SBI	11,326	-0,029
INFLASI	PUAB	0,226	-0,031
INFLASI	CREDIT	4,356	-0,382
INFLASI	LOG(RESERVE)	-0,063	2E-06
INFLASI	SBI	0,560	-0,112

Sumber: diolah oleh penulis

Berdasarkan hasil pada tabel 3 diatas, pengaruh kebijakan moneter dengan variabel Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) kini memiliki koefisien sebesar 1,447 dengan signifikansi dari koefisien *interaction dummy* sebesar 0,038 yang berarti signifikan dengan *p-value* 0,1. Hal ini berarti bahwa pandemi telah menyebabkan pengaruh Suku Bunga Bank Indonesia terhadap PUAB meningkat sebesar 0,361. Peningkatan ini disebabkan karena pandemi telah berdampak terhadap perekonomian Indonesia, dimana Bank Indonesia perlu memberikan kebijakan countercyclical untuk menjaga ketahanan stabilitas perekonomian dan stabilitas keuangan dari guncangan pandemi. Pasar Uang Antar Bank (PUAB) merupakan variabel antara agar kebijakan moneter dapat memengaruhi sektor riil, sehingga perbankan perlu merespons kebijakan bank sentral dengan cepat tanggap untuk mengefektifkan kebijakan moneter untuk dirasakan terhadap sektor riil.

Selanjutnya, Pasar Uang Antar Bank (PUAB) memengaruhi inflasi dengan koefisien sebesar -0,393. Hasil ini signifikan dengan signifikansi *interaction dummy* sebesar 0,000 dan *p-value* 0,1. Hal ini berarti bahwa periode selama terjadinya pandemi, yaitu Maret 2020 hingga Maret 2021 telah menurunkan pengaruh PUAB terhadap inflasi sebesar -0,203. Penurunan inflasi ini disebabkan oleh perilaku masyarakat yang cenderung tidak melakukan banyak konsumsi selama pandemi berlangsung, sehingga perubahan kenaikan PUAB sebesar 1% akan menurunkan inflasi sebesar 0,393%.

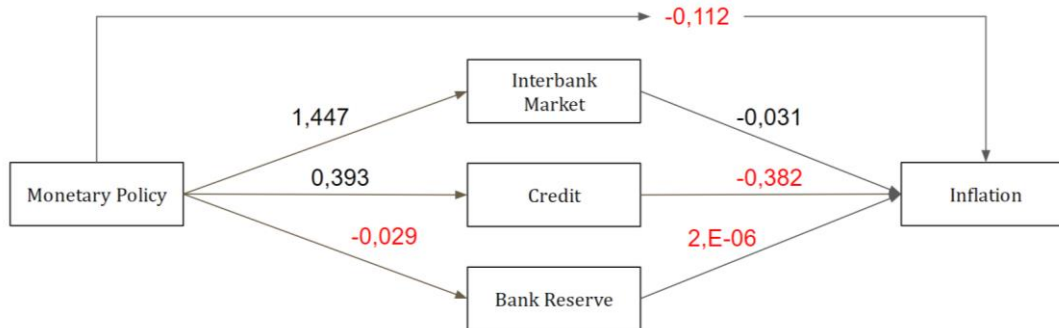
Pada jalur kredit, kebijakan moneter memengaruhi suku bunga kredit dengan koefisien sebesar 0,393 atau peningkatan SBI sebesar 1% akan meningkatkan suku bunga kredit sebesar 0,393%. Hasil ini signifikan dengan signifikansi *interaction dummy* sebesar 0,000 dan *p-value* 0,1 yang berarti bahwa periode pandemi berpengaruh terhadap peningkatan pengaruh SBI terhadap kredit sebesar 0,274. Peningkatan ini dapat disebabkan oleh periode pandemi yang membutuhkan kebijakan pemerintah secara responsif dan ekstra ordinary untuk menekan penyebaran virus dan mempertahankan ketahanan perekonomian dari guncangan pandemi. Oleh karena itu, kebijakan moneter perlu segera direspons oleh perbankan agar dapat memengaruhi sektor riil, sehingga perbankan lebih cepat merespons kebijakan moneter dengan merubah suku bunga kredit untuk dapat dirasakan oleh masyarakat.

Kemudian, suku bunga kredit memengaruhi inflasi dengan koefisien sebesar -0,382 atau peningkatan suku bunga kredit sebesar 1% akan menurunkan inflasi sebesar 0,382%. Hasil ini berarti bahwa selama periode pandemi, pengaruh suku bunga kredit terhadap inflasi menurun sebesar 0,173%, namun hasil ini tidak signifikan dengan signifikansi sebesar 0,199 dan *p-value* 0,1. Hal ini disebabkan oleh terjadinya penurunan daya beli masyarakat selama periode pandemi akibat pendapatan masyarakat yang menurun, meningkatnya pengangguran, dan perilaku masyarakat yang lebih mempertahankan pendapatan mereka selama pandemi untuk dapat berjaga-jaga apabila guncangan ini kian memburuk di kemudian hari. Oleh karena itu, perubahan suku bunga kredit tidak signifikan memengaruhi inflasi selama periode pandemi.

Pada jalur cadangan bank, perubahan Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) memengaruhi cadangan bank dengan koefisien sebesar -0,029 selama periode pandemi berlangsung. Peningkatan pengaruh terhadap cadangan bank sebesar 0,009 tersebut tidak signifikan dengan signifikansi *interaction dummy* sebesar 0,734 dan *p-value* 0,1. Hal ini disebabkan karena bank sentral telah memberikan kebijakan tersendiri untuk cadangan giro wajib minimum (GWM) perbankan ketika pandemi bahwa bank sentral menurunkan GWM agar perbankan dapat meningkatkan pinjaman

mereka kepada masyarakat, sehingga konsumsi dapat meningkat. Sedangkan, cadangan bank memengaruhi inflasi sebesar $2E-06$ selama periode pandemi, namun hasil ini tetap tidak signifikan dengan signifikansi *interaction dummy* sebesar 0,805 dan *p-value* 0,1. Hal ini dapat menunjukkan bahwa kondisi inflasi selama periode pandemi lebih sulit untuk dikendalikan akibat dari perilaku masyarakat yang lebih berhati-hati untuk melakukan konsumsi selama periode pandemi.

Diagram 3. Path Analysis Periode Selama Pandemi



Selama terjadinya pandemi (*dummy* = 1), *path analysis* ditunjukkan oleh Diagram 4 di atas. Pengaruh langsung antara kebijakan moneter terhadap inflasi memiliki koefisien sebesar -0,112 dengan tingkat signifikansi *interaction dummy* sebesar 0,265 dan *p-value* 0,1, maka hasil tersebut tidak signifikan. Terdapat hubungan tidak signifikan untuk empat hubungan dalam *path analysis* selama pandemi, yakni hubungan antara kebijakan moneter terhadap inflasi secara langsung, hubungan antara kredit terhadap inflasi, hubungan kebijakan moneter terhadap cadangan bank, dan hubungan cadangan bank terhadap inflasi. Sedangkan yang lainnya telah signifikan pada tingkat *p-value* sebesar 0,1.

Hal ini menunjukkan bahwa selama periode pandemi, inflasi yang terjadi sulit untuk dapat dikendalikan oleh kebijakan moneter maupun variabel antara, seperti suku bunga kredit dan cadangan bank. Inflasi yang terjadi selama periode pandemi lebih dipengaruhi oleh faktor lain seperti perilaku konsumsi masyarakat. Namun, bukan berarti bahwa kebijakan moneter selama pandemi tidak efektif, hanya saja membutuhkan jangka waktu yang lebih panjang untuk melihat dampak kebijakan moneter selama pandemi terhadap stabilitas inflasi yang terjadi selama pandemi.

Kesimpulan dan Implikasi

Secara garis besar penelitian ini ingin menemukan pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi melalui ketiga variabel *bank lending channel*. Hasil penelitian telah terbukti bahwa kebijakan moneter hanya dapat memengaruhi inflasi melalui variabel *intervening* atau variabel antara yang diantaranya merupakan Pasar Uang Antar Bank (PUAB), suku bunga kredit, dan cadangan bank. Ketiga variabel tersebut merupakan variabel dari teori *bank lending channel* yang dikemukakan oleh Bernanke dan Gertler. Dalam hal ini, Bernanke dan Gertler menyatakan bahwa kebijakan moneter dapat memengaruhi inflasi melalui *bank lending channel*.

Saat periode pra pandemi atau bulan Februari 2019 hingga Februari 2020, hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel PUAB Rate (*Interbank Market*), Suku Bunga Kredit (*Credit*) secara signifikan memengaruhi inflasi, sedangkan Cadangan Bank (*Bank Reserve*) tidak secara signifikan memengaruhi inflasi. Hasil penelitian pada periode berlangsungnya pandemi, yakni bulan Maret 2020 hingga Maret 2021 menunjukkan bahwa hanya variabel PUAB Rate (*Interbank Market*) yang secara signifikan memengaruhi inflasi. Sedangkan, kedua variabel lainnya, yaitu Suku Bunga Kredit (*Credit*) dan Cadangan Bank (*Bank Reserve*) tidak secara signifikan memengaruhi inflasi.

Sejalan dengan penjelasan diatas, tidak signifikannya Suku Bunga Kredit dan Cadangan Bank disebabkan oleh munculnya faktor lain, seperti perubahan perilaku masyarakat serta ketidakpastian yang muncul ketika berlangsungnya pandemi COVID-19. Kebijakan moneter yang diberikan selama pandemi bukan berarti tidak efektif, namun pada dasarnya kebijakan moneter

membutuhkan waktu yang diketahui sebagai “*incubation period*” atau periode yang lebih lama untuk dapat melihat pengaruh kebijakan moneter terhadap inflasi.

Daftar Pustaka

- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspective*, 9 No 4, 27-28. Retrieved March 8, 2021
- Boediono. (1982). *Ekonomi Makro* (3rd ed.). Yogyakarta: Badan Penerbit Fakultas Ekonomi (BPFE) UGM. Retrieved March 8, 2021
- Campello, M. (2002). Internal capital markets in financial conglomerates: Evidence from small bank responses to monetary policy. *Journal of Finance*. Retrieved June 15, 2021
- Garson, G. D. (2004). Multivariate analysis for applied social science. Retrieved June 15, 2021
- Hernando, I., & Pages, J. M. (2001). Is There a Bank Lending Channel of Monetary Policy in Spain? *Monetary Transmission Network (MTN)*, 2-42. Retrieved March 8, 2021
- Hussain, M., Bashir, U., & Bilal, A. R. (2020, March 25). Effect of Monetary Policy on Bank Risk: Does Market Structure Matter? *International Journal of Emerging Market*, 1-30. Retrieved March 12, 2021
- Mishkin, F. S. (2009, January 22). Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41 No 1, 187-195. Retrieved March 8, 2021
- N, R. N., Hayati, B., & G, E. Y. (2018, March). Effectiveness of Monetary Policy Transmission Mechanism in Indonesia. *Journal Ekonomi dan Kebijakan (JEJAK)*, 2 No 1, 189-206. Retrieved March 8, 2021
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). (2013). *Undang-undang Nomor 3 Tahun 2004 tentang Perubahan atas Undang-undang Republik Indonesia Nomor 23 Tahun 1999 Tentang Bank Indonesia*. Jakarta: OJK. Retrieved June 15, 2021
- Ramlogan, C. (2007). Anism of Transmission Mechanism Monetary Policy in Trinidad and Tobago. *Journal of Economics Studies*, 435-447. Retrieved March 8, 2021
- Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *The Journal of Economic Perspective*, 9 No 04, 11-26. Retrieved March 8, 2021
- Todaro, M. P., & Smith, S. C. (2006). *Pembangunan Ekonomi* (9th ed.). Jakarta: Erlangga. Retrieved June 15, 2021
- Warjiyo, P. (2004). *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia* (Vol. No 11). Jakarta: PSSK Bank Indonesia. Retrieved March 8, 2021
- WHO Int. (2020). *World Health Organization*. Retrieved June 15, 2021, from who.int: <https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019>
- Yusuf, M. (2016, July 15). Efektifitas Jalur-Jalur Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia di Indonesia Dengan Sasaran Tunggal Inflasi. *Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara dan Kebijakan Publik (Indonesia Treasury Review)*, 1 No 1, 1-10. Retrieved March 8, 2021