

TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER MELALUI JALUR KURS NEGARA EMERGING MARKET

Ade Novalina, SE, M.Si dan Rusiadi, SE, M.Si
Dosen Ekonomi Pembangunan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis UNPAB

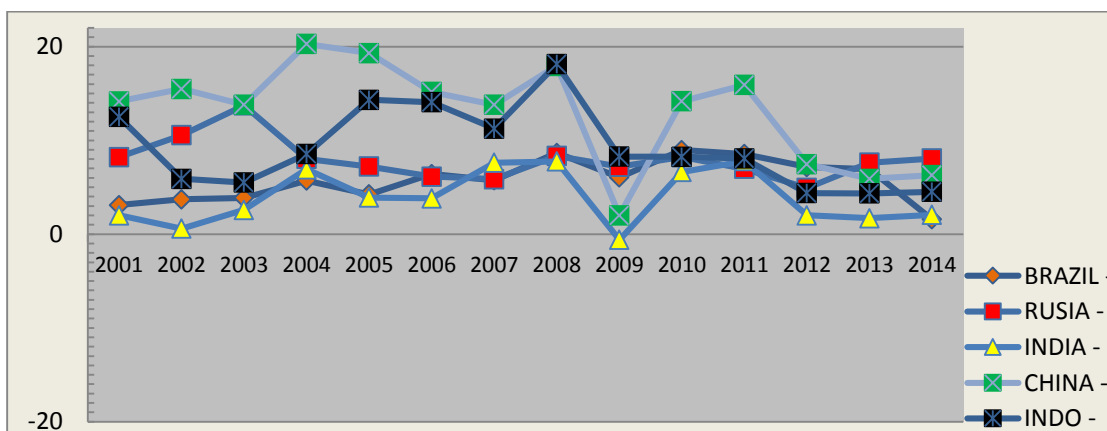
Abstract

This study aims to analyze the contribution of the variables of interaction variable monetary policy transmission (EX, GDP, INV, EXCHANGE, INF). This study uses secondary data or time series of the first quarter of 2000 to the first quarter of 2014. The model of data analysis in this study is a model Autoregression Vector (VAR) and sharpened by analyzing Impulse Response Function (IRF) and the Forecast Error Variance Decomposition (FEVD). The results of the analysis of VAR indicate that the variable past (t-1) contribute to the variable now well on the variable itself and other variables and of the estimation results turned out to have a mutual relationship between the variables in which all the variables of variable monetary policy transmission (EX, GDP, INV, EXCHANGE, INF) contribute to each other. The results of the analysis of IRF is known that the stability of the response of all variables are formed in the period of five or medium-term and long-term, where the response of other variables to change one variable show different variations both positive response to negative or vice versa, and there are variables that responya remain positive or remain negative on the short term to long term. Analysis FEVD shows the variables that contributed most to the variable itself both in the short, medium and long term as EX, INF, GDP, INV, EXCHANGE, while the other variables that have the greatest influence on the variable itself in the short term, medium and long term is the largest EXCHANGE influenced by INF, INV biggest influenced by EXCHANGE, the largest EX influenced by GDP. The results of the analysis of the interaction of monetary and fiscal policy to macroeconomic stability indicates that the transmission of monetary policy is effective in keeping inflation and macroeconomic stability in Indonesia.

Keywords: Export, Gross Domestic Product, Investment, Exchange Rate, Inflation.

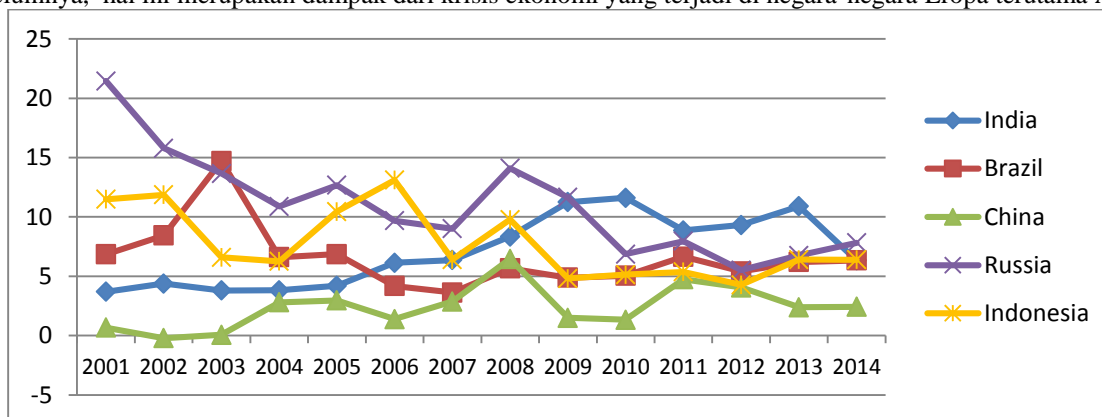
A. PENDAHULUAN

Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan suatu proses dimana suatu kebijakan yang dibuat dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi dan inflasi dalam suatu negara, saluran transmisi kebijakan moneter dilakukan melalui enam saluran yaitu suku bunga, kredit, harga aset, neraca perusahaan, nilai tukar dan ekspektasi, kebijakan ini seluruhnya dijalankan oleh bank sentral yang merupakan mitra utama pemerintah dalam menggerakkan dan menjalankan berbagai kegiatan ekonomi melalui kebijakan-kebijakan yang ditetapkannya. Fenomena masalah dalam penelitian ini yaitu dengan melihat respon variabel-variabel makro ekonomi terhadap efektifitas transmisi kebijakan moneter negara *emergingmarket* dalam periode penelitian (2000 s/d 2014), sebagai berikut :

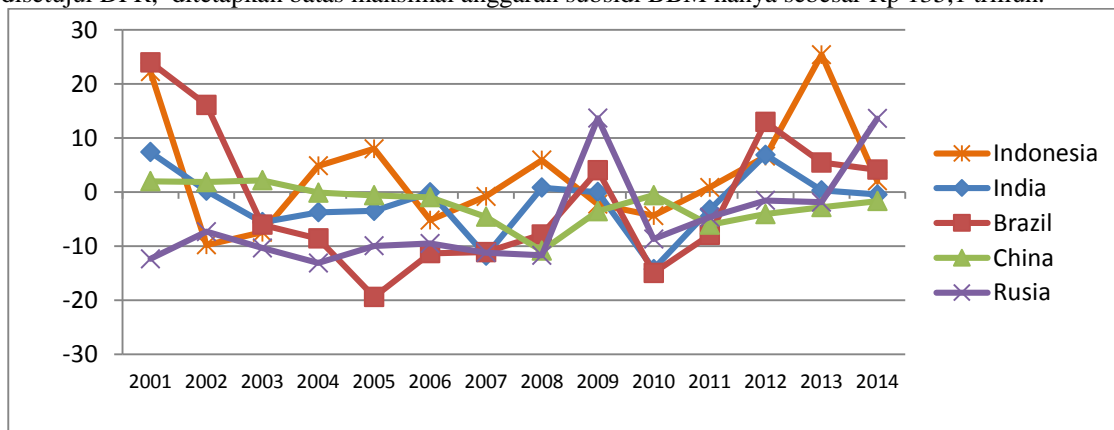


Berdasarkan tabel dan grafik di atas diketahui bahwa adanya penurunan pertumbuhan PDB negara *emerging market* terjadi tahun 2009, pertumbuhan PDB India turun 6,06% dari 8,66% tahun sebelumnya, Brazil turun menjadi 7,19% dari 7,19 tahun sebelumnya, pertumbuhan PDB China turun minus 0,6% dari 7,76% tahun sebelumnya,

pertumbuhan PDB Rusia turun 2% dari 17,95 tahun sebelumnya, dan Indonesia turun 8,27% dari 18,14% tahun sebelumnya, hal ini merupakan dampak dari krisis ekonomi yang terjadi di negara-negara Eropa terutama Amerika.



Berdasarkan tabel dan grafik di atas diketahui bahwa adanya kenaikan inflasi negara-negara *Emerging market* tahun 2008, inflasi India naik 8,35% dari 6,36% tahun sebelumnya, Brazil naik 5,66% dari 3,66% tahun sebelumnya, China naik 6,46% dari 2,87% tahun sebelumnya, Russia naik 14,10% dari 9,00% tahun sebelumnya, Indonesia 9,77% dari 6,41% tahun sebelumnya. Hal ini disebabkan dampak kenaikan harga minyak dunia dan kenaikan harga BBM akibat efek krisis ekonomi global yang meningkatkan harga-harga barang. Berdasarkan APBN 2008 yang telah dirubah, asumsi harga minyak menjadi US\$ 95 per barel. Dengan asumsi tersebut maka subsidi Bahan Bakar Minyak (BBM) diperhitungkan sebesar Rp. 126 triliun. Namun harga minyak selama tahun 2008 ini terus merangkak naik dan pada bulan Mei telah melewati harga diatas US\$ 130. Tanpa kenaikan harga maka subsidi BBM akan menggelembung sampai Rp. 190 triliun. Akibatnya akan terjadi defisit anggaran yang sangat besar yang dikhawatirkan akan mengacaukan realisasi APBN 2008. Padahal menurut UU No 16/2008 tentang APBN(P) 2008 yang disetujui DPR, ditetapkan batas maksimal anggaran subsidi BBM hanya sebesar Rp 135,1 triliun.



Berdasarkan tabel dan grafik di atas diketahui terjadi apresiasi nilai tukar negara *Emerging Market* di tahun 2010, India apresiasi 7,6 poin dari tahun sebelumnya, Brazil apresiasi 0,31 poin dari tahun sebelumnya, China apresiasi 0,04 poin dari tahun sebelumnya, Russia apresiasi 2,89 poin dari tahun sebelumnya, Indonesia apresiasi 411 poin dari tahun sebelumnya. Tugas pokok BI saat ini menjadi lebih fokus karena memiliki sasaran tunggal. Namun, dalam pelaksanaannya tugas tersebut cukup berat mengingat kestabilan nilai rupiah tidak sepenuhnya dapat dikendalikan oleh BI. BI hanya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi tekanan inflasi dari sisi permintaan, sedang tekanan inflasi yang berasal dari sisi penawaran sepenuhnya berada diluar pengendalian BI. Demikian ula, dengan ditetapkannya sistem nilai tukar mengambang bebas maka nilai tukar rupiah akan sepenuhnya ditetapkan oleh kekuatan pasar. Tujuan tunggal kebijakan moneter BI untuk menjaga stabilitas nilai rupiah terangkum dalam kerangka kerja penargetan inflasi. Dalam penerapan penargetan inflasi, kebijakan moneter dijalankan dengan menggunakan suku bunga sebagai sasaran operasionalnya. Sementara itu, pemilihan suku bunga yang dijadikan sebagai sasaran operasional kebijakan moneter masih meninggalkan perdebatan. Perdebatan tersebut berkisar pada apakah suku bunga SBI atau suku bunga PUAB yang tepat dijadikan sebagai sasaran operasional kebijakan moneter. penggunaan suku bunga SBI sebagai sasaran operasional untuk mengetahui kemampuan suku bunga SBI sebagai sasaran operasional dalam mentransmisikan kebijakan moneter pada beberapa variabel makroekonomi

Indonesia. Dalam penerapan penargetan inflasi, kerangka kebijakan moneter dijalankan dengan pendekatan berdasarkan harga besaran moneter. Kebijakan moneter dengan pendekatan harga besaran moneter dapat berpengaruh efektif terhadap pengendalian tingkat inflasi melalui saluran suku bunga dan nilai tukar (Kharie, 2006). Pada penelitian ini transmisi kebijakan moneter ditinjau melalui jalur kurs yang berdampak pada ekspor, investasi, PDB dan inflasi negara emerging market.

B. TEORITIS

1. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan proses pengaruh kebijakan moneter terhadap sektor keuangan dan sektor riil (Warjiyo, 2004). Secara umum, terdapat lima jenis saluran transmisi kebijakan moneter yang sering dikemukakan dalam teori ekonomi moneter. Saluran transmisi tersebut antara lain saluran suku bunga, saluran nilai tukar, saluran harga aset, saluran kredit, dan saluran ekspektasi. Masing-masing saluran transmisi tersebut menjelaskan mengenai alur pengaruh kebijakan moneter terhadap sektor keuangan dan aktivitas ekonomi. Mekanisme transmisi kebijakan moneter dapat berpengaruh terhadap aktivitas ekonomi dan bisnis melalui alur tingkat bunga atau *interest rate channel*, alur harga aktiva atau *asset price channel*, dan alur kredit atau *credit channel*. Mekanisme transmisi alur tingkat bunga dari ekspansi moneter adalah peningkatan permintaan agregat sebagai akibat peningkatan ekspektasi inflasi dan penurunan tingkat bunga riil. Penurunan tingkat bunga riil akan meningkatkan investasi dan menurunkan biaya modal dalam proses produksi sehingga output agregat naik. Mekanisme transmisi alur harga aktiva dari ekspansi moneter adalah peningkatan permintaan agregat sebagai akibat peningkatan ekspektasi inflasi, nilai perusahaan dan kekayaan individu. Peningkatan ekspektasi inflasi akan menurunkan tingkat bunga riil sehingga nilai tukar mata uang depresiasi, ekspor netto naik dan kemudian meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Mekanisme transmisi alur kredit atau *credit channel* terdiri dari alur pinjaman bank atau bank lending channel, alur neraca atau balance sheet channel, alur arus kas atau cash flow channel, alur harga *takterantisipasi* atau *unanticipated price channel*, dan alur likuiditas rumah tangga atau *household liquidity channel*. Mekanisme transmisi alur kredit adalah peningkatan permintaan karena peningkatan kredit perbankan sebagai akibat peningkatan investasi dan konsumsi. Peningkatan investasi dan konsumsi akan mendorong aktifitas ekonomi dan bisnis. Permasalahan dari mekanisme transmisi kebijakan moneter adalah memilih alur transmisi yang paling efektif dalam meningkatkan aktifitas ekonomi dan bisnis.

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 serta meningkatkan investasi bisnis. Peningkatan investasi akan meningkatkan permintaan agregat. Penurunan tingkat bunga riil juga akan meningkatkan pengeluaran untuk pembelian rumah 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 :

$$\begin{array}{l}
 \text{m} \uparrow \rightarrow \text{r} \downarrow \rightarrow \pi \uparrow \rightarrow \text{y} \uparrow \\
 \text{m} \uparrow \rightarrow \text{p} \uparrow \rightarrow \text{r} \downarrow \rightarrow \pi \uparrow \rightarrow \text{y} \uparrow
 \end{array}$$

dimana:

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 :

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

dimana:

e = nilai tukar matauang, dan

x = ekspor riil netto.

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.

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 *asset* finansial ke bentuk aset riil.

C. METODOLOGI

Menurut Ariefianto (2012), Model VAR dibangun untuk mengatasi sulitnya memenuhi idnetifikasi dari super exogeneity dimana hubungan antar variabel ekonomi dapat tetap diestimasi tanpa perlu menitikberatkan masalah eksogenitas. Dalam pendekatan ini semua variabel dianggap sebagai endogen dan estimasi dapat dilakukan secara serentak atau sekuensial. Alasan penggunaan VAR dibanding persamaan struktural menurut Ariefianto (2012), yang menyatakan bahwa agar suatu *reduced form* dapat diestimasi secara tidak bias dan konsisten serta dapat dipergunakan sebagai alat perumusan kebijakan maka variabel eksogen tidak cukup bersifat *strongly exogenous* tetapi harus *super exogeneity* dan tidak akan dapat dipenuhi. Model Analisis VAR dengan rumus :

$$KURS_t = \beta_{10}SBI_{t-p} + \beta_{11}KURS_{t-p} + \beta_{12}INV_{t-p} + \beta_{13}EX_{t-p} + \beta_{14}PDB_{t-p} + \beta_{15}INF_{t-p} + \beta + e_{t1}$$

$$INV_t = \beta_{10}SBI_{t-p} + \beta_{11}KURS_{t-p} + \beta_{12}INV_{t-p} + \beta_{13}EX_{t-p} + \beta_{14}PDB_{t-p} + \beta_{15}INF_{t-p} + \beta + e_{t1}$$

$$EX_t = \beta_{10}SBI_{t-p} + \beta_{11}KURS_{t-p} + \beta_{12}INV_{t-p} + \beta_{13}EX_{t-p} + \beta_{14}PDB_{t-p} + \beta_{15}INF_{t-p} + \beta + e_{t1}$$

$$PDB_t = \beta_{10}SBI_{t-p} + \beta_{11}KURS_{t-p} + \beta_{12}INV_{t-p} + \beta_{13}EX_{t-p} + \beta_{14}PDB_{t-p} + \beta_{15}INF_{t-p} + \beta + e_{t1}$$

$$INF_t = \beta_{10}SBI_{t-p} + \beta_{11}KURS_{t-p} + \beta_{12}INV_{t-p} + \beta_{13}EX_{t-p} + \beta_{14}PDB_{t-p} + \beta_{15}INF_{t-p} + \beta + e_{t1}$$

Dimana :

INF	= inflasi (%)
EX	= Ekspor (%)
PDB	= Product Domestik Bruto (Milyar Rp)
INV	= Investasi Asing Langsung (Juta US\$)
KURS	= Kurs dolar per rupiah (Rp/US\$)
et	= Guncangan acak (<i>random disturbance</i>)
p	= panjang lag

D. HASIL PEMBAHASAN

Hasil analisis VAR dapat diketahui sebagai berikut :

$$\text{EKSPOR} = C(1,1)*\text{EKSPOR}(-1) + C(1,2)*\text{INFLASI}(-1) + C(1,3)*\text{INVESTASI}(-1) + C(1,4)*\text{PDB}(-1) + C(1,5)*\text{KURS}(-1) + C(1,6)$$

$$\text{INFLASI} = C(2,1)*\text{EKSPOR}(-1) + C(2,2)*\text{INFLASI}(-1) + C(2,3)*\text{INVESTASI}(-1) + C(2,4)*\text{PDB}(-1) + C(2,5)*\text{KURS}(-1) + C(2,6)$$

$$\text{INVESTASI} = C(3,1)*\text{EKSPOR}(-1) + C(3,2)*\text{INFLASI}(-1) + C(3,3)*\text{INVESTASI}(-1) + C(3,4)*\text{PDB}(-1) + C(3,5)*\text{KURS}(-1) + C(3,6)$$

$$\text{PDB} = C(4,1)*\text{EKSPOR}(-1) + C(4,2)*\text{INFLASI}(-1) + C(4,3)*\text{INVESTASI}(-1) + C(4,4)*\text{PDB}(-1) + C(4,5)*\text{KURS}(-1) + C(4,6)$$

$$\text{KURS} = C(5,1)*\text{EKSPOR}(-1) + C(5,2)*\text{INFLASI}(-1) + C(5,3)*\text{INVESTASI}(-1) + C(5,4)*\text{PDB}(-1) + C(5,5)*\text{KURS}(-1) + C(5,6)$$

VAR Model - Substituted Coefficients:

$$\text{EKSPOR} = 0.63343818498*\text{EKSPOR}(-1) - 0.141704921233*\text{INFLASI}(-1) - 7.4532819377\text{e-}05*\text{INVESTASI}(-1) + 0.00179441393602*\text{PDB}(-1) - 8.44494781704\text{e-}05*\text{KURS}(-1) + 16.1240517729$$

$$\text{INFLASI} = 0.0483306384202*\text{EKSPOR}(-1) + 0.617352959875*\text{INFLASI}(-1) + 0.000459504326365*\text{INVESTASI}(-1) - 0.000564406652125*\text{PDB}(-1) + 8.74438099498\text{e-}05*\text{KURS}(-1) + 31.6277396822$$

$$\text{INVESTASI} = 27.2807696113*\text{EKSPOR}(-1) + 65.8760541173*\text{INFLASI}(-1) + 0.542821080727*\text{INVESTASI}(-1) - 0.18802548952*\text{PDB}(-1) + 0.680474521866*\text{KURS}(-1) - 3848.81072256$$

$$\text{PDB} = -3.50650915419*\text{EKSPOR}(-1) + 5.76448612483*\text{INFLASI}(-1) - 0.0202801373935*\text{INVESTASI}(-1) + 0.737822850652*\text{PDB}(-1) - 0.0131584787809*\text{KURS}(-1) - 52.7370300097$$

$$\text{KURS} = -10.9164049799*\text{EKSPOR}(-1) - 13.0099100173*\text{INFLASI}(-1) + 0.0198671106354*\text{INVESTASI}(-1) - 0.0109594588058*\text{PDB}(-1) + 0.988290784947*\text{KURS}(-1) + 1443.94478417$$

Berdasarkan hasil analisa *Vector Autoregression* diketahui bahwa variabel sebelumnya juga berkontribusi terhadap variabel sekarang sebagaimana yang ditunjukkan pada tabel 4.12 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 dalam penelitian ini saling berkontribusi. Analisis VAR dalam penelitian ini mencakup variabel Nilai Tukar (KURS), Investasi (INV), Ekspor (EX), Produk Domestik Bruto (PDB), dan Inflasi (INF). Berikut tabel kesimpulan kontribusi analisa VAR :

Hasil Analisis VAR

Variabel	Kontribusi terbesar 1	Kontribusi terbesar 2
KURS	KURS_{t-1} 0.988291	INV_{t-1} 0.019867
INV	INF_{t-1} 65.87605	EX_{t-1} 27.28077
EX	EX_{t-1} 0.633438	PDB_{t-1} 0.001794
PDB	INF_{t-1} 5.764486	PDB_{t-1} 0.737823
INF	KURS_{t-1} 8.74E-05	INF_{t-1} 0.617353

Hasil kesimpulan kontribusi analisa VAR seperti tabel 4.12 di atas menunjukkan kontribusi terbesar satu dan dua terhadap suatu variabel.

1. Analisis VAR terhadap KURS
Kontribusi yang paling besar terhadap kurs adalah kurs itu sendiri periode sebelumnya dan disusul oleh investasi periode sebelumnya. Tekanan kurs periode sebelumnya sangat berdampak pada kurs periode sekarang. Investasi yang cukup tinggi akan memperkuat posisi kurs, dimana investasi yang cenderung meningkatkan ekspor akan meningkatkan devisa dan memungkinkan apresiasi terhadap kurs rupiah akan berlangsung cukup lama.
2. Analisis VAR terhadap INV
Kontribusi paling besar terhadap investasi adalah inflasi periode sebelumnya dan disusul oleh ekspor periode sebelumnya. Terapresiasinya inflasi akan meningkatkan investasi, dimana stabilnya inflasi mendorong kenaikan produk domestik bruto, naiknya pendapatan akan meningkatkan daya beli dan meningkatkan permintaan, naiknya permintaan akan meningkatkan ekspor. Ekspor yang meningkat akan meningkatkan investasi untuk memenuhi permintaan masyarakat tersebut.
3. Analisis VAR terhadap EX
Kontribusi yang paling besar terhadap ekspor adalah ekspor itu sendiri periode sebelumnya dan disusul oleh produk domestik bruto periode sebelumnya. Meningkatnya ekspor akan produksi, meningkatnya produksi akan pendapatan masyarakat, meningkatnya pendapatan akan meningkatkan minat terhadap barang-barang, dan akan meningkatkan ekspor yang lebih banyak.
4. Analisis VAR terhadap PDB
Kontribusi yang paling besar terhadap produk domestik bruto adalah inflasi periode sebelumnya dan disusul oleh produk domestik itu sendiri periode sebelumnya. Naiknya inflasi akan mendorong biaya produksi yang lebih sedikit, biaya produksi yang semakin murah akan meningkatkan produksi dan kemudian naiknya produk domestik bruto.
5. Analisis VAR terhadap INF
Kontribusi yang paling besar terhadap inflasi adalah kurs periode sebelumnya dan disusul oleh inflasi itu sendiri periode sebelumnya. Terapresiasinya nilai tukar rupiah akan mendorong naiknya pertumbuhan ekonomi, naiknya pertumbuhan ekonomi akan meningkatkan pendapatan masyarakat dan permintaan akan barang juga akan meningkat sehingga tekanan inflasi akan semakin besar.

E. KESIMPULAN

1. Hasil Analisis *Vector Autoregression* dengan menggunakan dasar lag 1 menunjukkan bahwa adanya kontribusi dari masing-masing variabel terhadap variabel itu sendiri dan variabel lainnya. Hasil analisa *Vector Autoregression* juga menunjukkan bahwa variabel masa lalu ($t-1$) berkontribusi terhadap variabel sekarang baik terhadap variabel itu sendiri dan variabel lain. Dari hasil estimasi ternyata terjadi hubungan timbal balik antara variabel yang satu dengan variabel yang lainnya atau dengan kata lain semua variabel yaitu (KURS, PDB, INV, EKSPOR, INF) saling berkontribusi.
2. Hasil Analisis *Impulse Response Function* menunjukkan adanya respons variabel lain terhadap perubahan satu variabel dalam jangka pendek, menengah dan panjang, dan diketahui bahwa stabilitas respon dari seluruh variabel terbentuk pada periode 14 atau jangka menengah dan jangka panjang. 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.
3. Hasil Analisis *Variance Decomposition* menunjukkan adanya variabel yang memiliki kontribusi terbesar terhadap variabel itu sendiri baik dalam jangka pendek, menengah maupun jangka panjang seperti EKSPOR, INFLASI, PDB, INV, KURS. Sedangkan variabel lain yang memiliki pengaruh terbesar terhadap variabel itu sendiri baik dalam jangka pendek, menengah maupun jangka panjang adalah KURS dipengaruhi terbesar oleh INF, dan INV yang dipengaruhi terbesar oleh KURS, EX dipengaruhi terbesar oleh PDB, PDB dipengaruhi terbesar oleh EX, INF dipengaruhi terbesar oleh EX.
4. Hasil analisis efektifitas transmisi kebijakan moneter melalui jalur kurs negara *emerging market* menunjukkan bahwa transmisi kebijakan moneter efektif dalam peningkatan ekspor dan nilai tukar efektif dalam menstabilkan inflasi di negara *emerging market*.

DAFTAR PUSTAKA

- Aulia Pohan.2008. Potret Kebijakan Moneter Indonesia. Cetakan Pertama. Jakarta. PT. Raja Grafindo.
- Boediono. 2000. Ekonomi Moneter. edisi 3. BPFE : Yogyakarta.
- Badan Pusat Statistik. 1995. *Statistik Kesejahteraan Rakyat*. Jakarta.
- Branson, William H., 1989. *Macroeconomics Theory and Policy*. Third Edition. Harper & Row. Publisher Inc., New York.
- Damodar R. Gujarati.2006. Dasar-Dasar Ekonometrika. Jilid 1. Alih Bahasa Julius Mulyadi. Jakarta. Erlangga.
- Ferdian, Rully : 2001. Independensi BI dalam Mengendalikan Inflasi. tidak dipublikasikan. Yogyakarta. FE UII.
- Husein Umar 2008. Metode Penelitian Untuk Skripsi dan Tesis. Edisi Kedua. Cetakan Pertama. Jakarta : Rjawali Press.
- Irawan. Fery. dan Sugiharso Safuan. Kebijakan Moneter. Pertumbuhan Ekonomi dan Inflasi: Pengujian Hipotesis Ekspektasi Rasional dengan analisis VAR. *Jurnal Ekonomi dan Pembangunan Indonesia*. Vol VI no.01. Jakarta. 2005.
- Kuncoro. M., 2001. Metode Kuantitatif: *Teori Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi*, Edisi Pertama. AMP YKPN. Yogyakarta.
- Manurung, Jonni J., Manurung, Adler H., Saragih. Ferdinand D 2005.Ekonometrika. Cetakan Pertama. Jakarta. Penerbit Elex Media Computindo.
- Manurung, Jonni J., Manurung, Adler H.,2009. Ekonomi Keuangan dan Kebijakan Moneter. Cetakan Pertama. Jakarta. Salemba Empat.
- Mankiw, Gregory N..2006. Principles of Economics. Pengantar Ekonomi Makro. Edisi Ketiga. Alih Bahasa Chriswan Sungkono. Jakarta. Salemba Empat.
- Nopirin.2000. Ekonomi Moneter. Buku II. Edisi ke 1. Cetakan Kesepuluh. Yogyakarta. BPFE UGM.
- Prapto Yuwono.2005.Ekonometrika. Cetakan Pertama. Bandung. Penerbit Andi.
- Rika Kumala Dewi (2006) Analisa Komparatif Pendekatan Kuantitas dan Pendekatan Harga Dalam Rangka Mencapai Stabilitas Inflasi. FE-UI
- Sadono Sukirno (2002).Teori Makro Ekonomi. Cetakan Keempatbelas. Jakarta : Rajawali Press.
- Sitorus. Franseno. *Sumber Inflasi dalam Variabel Moneter Indoneia: Analisa Hubungan Kausalitas Inflasi dan Variabel Pembentukan Uang Beredar (Aplikasi VAR dan ARIMA)*. Skripsi FEUI, 1995.
- Sugiyono. F.X. *Instrumen Pengendalian Moneter: Operasi Pasar Terbuka*. Jakarta: PPSK BI, 2004.
- Susanti. Hera, Moh. Ikhsan. dan Widyanti. *Indikator-Indikator Makroekonomi* ed. 2. Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI, 2000.
- Wahyu Ario Pratomo dan Paidi Hidayat.2007.Pedoman Praktis Penggunaan Eviews dalam Ekonometrika. Cetakan Pertama. Medan. USU Press.