

Kontribusi Instrumen Moneter Syariah dan Konvensional Terhadap Inflasi di Negara OKI

Eka Puspa Dewi¹, Nadira Rahmandani², Sulistya Rusgianto³

Departemen Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia^{1,2,3}

Abstract. This study aims to determine the impact of Open Market Operation Sharia (OMOS), Open Market Operation Conventional (OMOC), and Interest Rates on inflation in OIC country. This study employed a quantitative approach to the panel data technique. From 2012q2 to 2021q4, the sampled nations were Indonesia, Malaysia, Bahrain, and Pakistan. Using the Chow Test and the Hausman Test, the best models were chosen. The findings indicated that OMOS has a negative but insignificant impact on inflation. OMOC has a substantial negative impact on inflation. Consequently, interest rates have a substantial positive effect on inflation. This study can help central banks evaluate OMOS, OMOC, and interest rates to control inflation. Economic research on OMOS and inflation is limited. Researchers discovered that few previous studies discuss OMOS specifically. This study therefore seeks to fill in the gap.

Keywords. Inflation; Interest Rate; Open Market Operation Conventional (OMOC); Open Market Operation Sharia (OMOS).

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak Operasi Pasar Terbuka Syariah (OPTS), Operasi Pasar Terbuka Konvensional (OPTK), dan Suku Bunga terhadap Inflasi di negara OKI. Penelitian ini didukung dengan pendekatan kuantitatif metode data panel. Negara yang dijadikan sampel adalah Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan dalam rentang waktu 2012q2 hingga 2021q4. Model terbaik dipilih melalui Uji Chow serta Uji Hasman. Hasil penelitian menunjukkan bahwa OPTS memiliki dampak negatif namun tidak signifikan terhadap Inflasi. OPTK berpengaruh negatif signifikan terhadap Inflasi, sedangkan Suku Bunga berpengaruh signifikan positif terhadap Inflasi. Studi ini dapat dijadikan referensi bagi bank sentral untuk mengevaluasi OPTS, OPTK, dan Suku Bunga untuk mengontrol Inflasi. Peneliti menemukan bahwa terdapat sedikit penelitian yang membahas OPTS secara khusus. Penelitian ini berusaha untuk mengisi kekurangan tersebut.

Kata kunci. Inflasi; Operasi Pasar Terbuka Konvensional (OPTK); Operasi Pasar Terbuka Syariah (OPTS); Suku Bunga.

Corresponding author. Email: dekapuspa.eka@gmail.com¹, nananadiraa@gmail.com², sulistya.rusgianto@feb.unair.ac.id³

How to cite this article. Dewi, E.P. & Rahmandani, N.& Rusgianto, S. (2023). Kontribusi instrumen moneter syariah dan konvensional terhadap inflasi di Negara OKI. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 11 (1), 2023, 73-86.

History of article. Received: Februari 2023, Revision: Maret 2023, Published: April 2023

Online ISSN: 2541-061X. Print ISSN: 2338-1507. DOI: 10.17509/jrak.v11i1.46748

Copyright©2023. Published by Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan. Program Studi Akuntansi. FPEB. UPI

PENDAHULUAN

Inflasi merupakan fenomena yang muncul akibat pergerakan perekonomian. Inflasi adalah permasalahan makro ekonomi. Bayuni & Srisusilawati (2018) menjabarkan Inflasi membawa beberapa dampak berupa: 1) mengganggu fungsi uang; 2) menurunkan minat menabung; 3) mendorong belanja pada kebutuhan non-primer; serta 4) meningkatkan investasi di sektor non-produktif. Inflasi yang tidak terkendali akan memberikan pengaruh buruk pada perekonomian seperti seperti penurunan daya beli masyarakat dan nilai mata

uang riil (Panjaitan et al., 2021). Dampak negatif inflasi lain adalah fluktuasi harga minyak bumi (Bhar & Mallik, 2013), meningkatnya angka kemiskinan (Meo et al., 2018), bahkan krisis ekonomi (Gerlach-Kristen & Moessner, 2014; Hervino, 2011) yang mampu mengurangi kepercayaan masyarakat terhadap mata uang lokal.

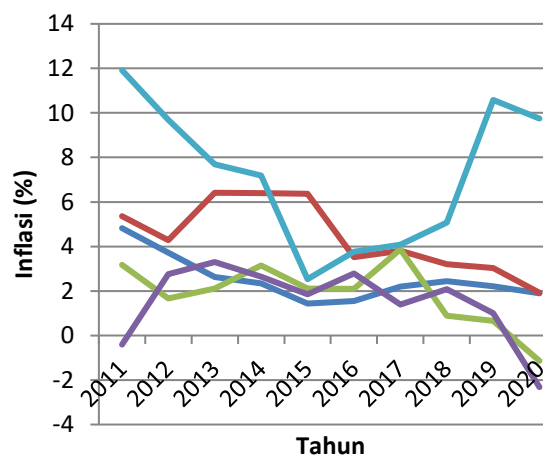
Mengingat dampak yang dibawa oleh inflasi maka pemerintah bekerjasama dengan bank sentral melakukan pengawasan serta aksi untuk mengendalikan tingkat inflasi agar tetap stabil dan lambat laun menuju ke inflasi tingkat

rendah (kurang dari 10%). Walaupun telah dilakukan berbagai tindakan preventif, tak jarang pergerakan inflasi menjadi tidak stabil atau bahkan melonjak pada level sedang hingga hiperinflasi. Problematika inflasi ini turut dirasakan oleh negara anggota OKI seperti Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan.

Pergerakan inflasi Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan terpampang pada Gambar 1. Level inflasi Indonesia selalu stabil di level rendah dalam rentang 1% s/d 7% dari tahun 2011 hingga 2020, namun tingkat inflasi Indonesia masih lebih tinggi dibandingkan rata-rata inflasi dunia. Berbeda dengan kasus negara Malaysia yang mana pada tahun 2020 harus mengalami deflasi sebesar -1.13% atau turun 1.8% dibanding tahun 2019. Bahrain pun pada 2020 turut merasakan deflasi bahkan lebih parah dibandingkan Malaysia, yaitu pada tingkat -2.3%. Pakistan, salah satu negara anggota OKI, masih bergelut dengan fluktuasi inflasi hingga hari ini. Terbukti pada tahun 2011 hingga 2015, Pakistan pada 2016-2019 mengalami peningkatan level inflasi bahkan menyentuh level 10.5%. Meskipun pada 2020 Pakistan berhasil menekan inflasi kembali ke level rendah hingga tingkat 9.73%, namun selisih yang cukup tipis dengan level inflasi sedang menjadikan Pakistan harus ekstra hati-hati dalam mengelola perekonomian negaranya agar tingkat inflasi tidak kembali keluar dari level rendah.

Kontrol perekonomian negara dapat dilakukan melalui kebijakan fiskal dan kebijakan moneter yang disesuaikan dengan siklus ekonomi negara yang harus berjalan secara beriringan agar mampu menciptakan perekonomian yang terus tumbuh dan stabil (Mankiw, 2010). Bila kebijakan fiskal menitikberatkan peran pemerintah untuk mengatur belanja pemerintah serta pajak (*IS curve*) maka kebijakan moneter merupakan kebijakan yang dilakukan oleh bank sentral dalam mengatur transaksi di pasar uang khususnya terkait jumlah uang yang beredar (*LM curve*) (Huda et al., 2014; Karim, 2014). Tidak seperti kebijakan fiskal yang hanya berfokus pada dua variabel yaitu pajak dan pengeluaran pemerintah, terdapat banyak

variabel yang harus ditinjau oleh bank sentral dalam menciptakan kebijakan moneter seperti penawaran uang, kredit bank, suku bunga, arus kredit serta sektor finansial. Tujuan utama dari kebijakan moneter ialah untuk menstimulasi pertumbuhan ekonomi dan menjaga stabilitas pasar uang, termasuk stabilitas tingkat inflasi (Jabeen & Kausar, 2020), serta stabilitas harga (Khieu, 2021).



Sumber: World Bank (2022)

Gambar 1. Tingkat Inflasi Dunia, Indonesia, Malaysia, Bahrain, Pakistan Pada 2011-2020.

Dalam literatur *Economics of Money Banking and Financial Markets* (Mishkin, 2009) terdapat setidaknya tiga instrumen mekanisme transmisi kebijakan moneter yang menjadi kerangka operasional dalam menjalankan kebijakan moneter, dimana mekanisme ini dapat dijadikan sebagai alat bagi bank sentral dalam mengendalikan jumlah uang beredar dan tingkat suku bunga, yaitu Operasi Pasar Terbuka (OPT), Kebijakan Diskonto, dan Giro Wajib Minimum.

Operasi Pasar Terbuka (OPT) merupakan salah satu instrumen kebijakan moneter yang diberlakukan di tiap negara demi mengatur jumlah uang beredar (JUB) yang ada di masyarakat (Karim, 2014). Banyak-sedikitnya JUB inilah yang akan turut serta berpengaruh pada tingkat inflasi di suatu negara. Karena sistem dari OPT yang fleksibel (Tahiri, 2017) maka instrumen OPT pun juga dengan mudah

ditemui di negara anggota Organisasi Kerja Sama Islam (OKI) sebagai instrumen kebijakan moneter tidak langsung. Prakteknya kurang-lebih seragam, yaitu jual-beli surat berharga antara bank sentral dan bank umum (Rocheteau et al., 2018). Surat berharga yang digunakan biasanya merupakan surat berharga berjangka pendek (Karim, 2014).

Berdasarkan latar belakang yang telah dijabarkan, peneliti mengangkat tiga rumusan masalah, yaitu: 1) Bagaimana pengaruh kebijakan OPTS terhadap Inflasi di Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan? 2) Bagaimana pengaruh kebijakan OPTK terhadap Inflasi di Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan? dan 3) Bagaimana pengaruh penetapan Suku Bunga terhadap Inflasi di Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan?

Berdasarkan penjabaran di atas, peneliti termotivasi untuk mengetahui dampak pelaksanaan OPTS, OPTK, dan tingkat Suku Bunga terhadap Inflasi. Negara yang dijadikan objek penelitian adalah Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan. Data yang digunakan merupakan data sekunder dari rentang waktu 2012 hingga 2020, sehingga metode analisis yang digunakan adalah analisis data panel.

Penelitian terkait pengaruh OPTS terhadap Inflasi masih cukup terbatas di rumpun ekonomi. Penelitian ini diharapkan mengisi *gap* literasi terkait kontribusi OPTS bagi Inflasi yang belum banyak ditemukan. Penelitian ini terinspirasi dari penelitian yang dilakukan oleh Sudarsono (2017) serta Roedyhantoro M & Cahyono (2019). Dibandingkan dengan penelitian Sudarsono (2017), penelitian ini tidak hanya memasukkan SBIS sebagai alat OPTS, namun turut mengikutkan Sukuk BI, Repo SBSN, dan Reverse Repo SBSN sebagai alat OPTS di Indonesia. Ide membandingkan OPTS dan OPTK terinspirasi dari penelitian yang dilakukan oleh Roedyhantoro M & Cahyono (2019). Perbedaannya terletak pada variabel endogen yang mana dalam penelitian ini fokus variabel endogen adalah Inflasi, bukan PDB. Selain itu, pengembangan penelitian ini terletak pada objek penelitian yang berlangsung tidak hanya di Indonesia tetapi

juga di negara Malaysia, Bahrain, dan Pakistan yang tergabung dalam bingkai OKI.

Peneliti membagi artikel ini menjadi lima bagian. Pada bagian kedua, peneliti akan menjabarkan landasan teori yang menjadi dasar penelitian. Di bagian ketiga akan dijelaskan secara ringkas mengenai metode penelitian yang digunakan. Selanjutnya, Peneliti akan memaparkan hasil penelitian dan analisa atas hasil yang diperoleh. Pada bagian terakhir akan ditarik kesimpulan atas penelitian beserta saran.

Inflasi

Inflasi oleh kaum moneteris dideskripsikan sebagai proses naiknya seluruh barang dan jasa baik pada penawaran maupun permintaan yang menyebabkan *purchasing power* atas uang nominal. Dibandingkan menjadi sebuah akibat, inflasi lebih tepat dikategorikan sebagai penyebab mengapa terjadi kenaikan harga dan penurunan nilai mata uang (Abdullah, 2016).

Inflasi merupakan fenomena ekonomi ketika terjadi peningkatan harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus dalam rentang waktu tertentu. Luaran dari inflasi dirasa memberikan dampak negatif pada perekonomian seperti penurunan daya beli masyarakat dan nilai riil mata uang (Panjaitan et al., 2021). Sederhanya, Inflasi adalah penurunan daya beli masyarakat karena peningkatan harga barang dalam perekonomian (Jumhur et al., 2018).

Kesuksesan kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Sentral acapkali dilihat berdasarkan tingkat Inflasi di negara tersebut (Selim & Hassan, 2019). Tak mengherankan bila mayoritas negara akhirnya memberlakukan *Inflation Targeting Framework* (ITF) terutama di negara-negara yang bergelut dengan inflasi tinggi dan tak stabil (Gbadebo & Mohammed, 2015).

Keberadaan Inflasi mampu memberikan keuntungan bagi beberapa pihak seperti mampu membawa keuntungan terutama bagi pemerintah, debitor, dan spekulator (Abdullah, 2016). Bayuni & Srisusilawati (2018) menjabarkan dampak buruk Inflasi adalah: 1) mengganggu fungsi uang; 2) menurunkan minat menabung; 3) mendorong belanja pada

kebutuhan non-primer; serta 4) meningkatkan investasi di sektor non-produktif. Inflasi yang tidak terkendali akan memberikan pengaruh buruk pada perekonomian seperti seperti penurunan daya beli masyarakat dan nilai mata uang riil (Panjaitan et al., 2021). Dampak negatif inflasi lain adalah fluktuasi harga minyak bumi (Bhar & Mallik, 2013), meningkatnya angka kemiskinan (Meo et al., 2018), bahkan krisis ekonomi (Gerlach-Kristen & Moessner, 2014; Hervino, 2011) yang mengurangi kepercayaan masyarakat terhadap mata uang lokal.

Operasi Pasar Terbuka

Operasi Pasar Terbuka (OPT) merupakan salah satu instrumen kebijakan moneter yang diberlakukan di tiap negara demi mengatur jumlah uang beredar (JUB) yang ada di masyarakat (Karim, 2014; Roedyhantoro M & Cahyono, 2019). OPT bersama dengan kebijakan diskonto, dan Giro Wajib Minimum (GWM) merupakan kebijakan moneter tidak langsung yang berfungsi memitigasi dampak kebijakan moneter langsung yang bebas dan tanpa regulasi (Gbadebo & Mohammed, 2015). Di negara maju, Bank Sentral biasanya cukup menggunakan OPT sebagai instrumen pengontrol stabilisasi tingkat suku bunga pasar. Namun di negara berkembang, Bank Sentral akan melakukan berbagai instrumen demi stabilnya tingkat suku bunga (Chang et al., 2021)

Instrumen OPT mempengaruhi penawaran uang (Gbadebo & Mohammed, 2015; Jannah, 2020). Berdasarkan teori penawaran uang, di saat Bank Sentral memutuskan untuk melakukan kebijakan kontraksioner dengan tujuan menekan Inflasi, maka Bank Sentral akan mengurangi JUB dengan cara menjual instrumen OPT (Rachman & Herianingrum, 2018). Sedangkan, ketika Bank Sentral memutuskan melakukan kebijakan ekspansioner, maka Bank Sentral akan membeli instrumen OPT. Secara umum OPT merupakan kondisi disaat Bank Sentral membeli atau menjual surat berharga di pasar uang baik pasar uang primer sekunder (Rachman & Herianingrum, 2018). Selain mempengaruhi JUB, OPT akan

mengontrol likuiditas perbankan (Al Ajlouni, 2017; Gbadebo & Mohammed, 2015). Transaksi OPT terbagi menjadi dua macam yaitu OPT absorsi dan injeksi. OPT absorsi memiliki tujuan untuk menyerap likuiditas bank komersial, sedangkan OPT injeksi bertujuan untuk menambah likuiditas bank komersial (Permana et al., 2022).

Sistem moneter yang berlaku baik Indonesia, Malaysia, Bahrain, maupun Pakistan adalah *dual banking system* (Alhozaimy, 2009; Jannah, 2020). *Dual banking system* merupakan sistem moneter dimana instrumen yang berbeda (konvensional dan syariah) berjalan bersamaan (Rachman & Herianingrum, 2018). Hal ini menyebabkan pelaksanaan OPT pun terbagi menjadi OPTS dan OPTK.

OPTS selaku instrumen kebijakan moneter Islam tak lepas dari nilai Islam yang tertera dalam Qur'an dan Hadist (Hussain et al., 2015). Praktikanya, OPTS tidak memberlakukan suku bunga sebagai insetif, sebagaimana OPTK, melainkan bagi hasil (*Profit Loss Sharing /PLS*) untuk menghindari riba (Roedyhantoro M & Cahyono, 2019; Syarifuddin & Sakti, 2021). Soemitra dalam Rachman & Herianingrum (2018) menambahkan bahwa OPTS tidak menjanjikan adanya jaminan. Perbedaan lain adalah OPTS dapat ditransaksikan oleh Bank Syariah sekaligus Konvensional, sedangkan OPTK hanya cocok untuk Bank Konvensional (Tabel 1). Namun dalam perkembangannya OPTS masih harus dimodifikasi kembali agar praktikanya lebih dekat dengan prinsip-prinsip Islam (Yahya et al., 2012) karena masih terdapat anggapan bahwa OPTS merupakan replika OPTK serta tidak memberikan profitabilitas sebesar OPTK.

Tabel 1. Perbedaan OPTS dengan OPTK

Indikator	OPTS	OPTK
Insetif	Bagi hasil (PLS)	Suku bunga
Jaminan	Tidak ada	Ada
Pelaku	Bank Sentral Bank Syariah	Bank Sentral

Bank Konvensional	Bank Konvensional
----------------------	----------------------

Sumber: Berbagai sumber

Jannah (2020) berhasil membuktikan bahwa operasi moneter baik konvensional dan syariah di Indonesia mampu mengontrol pergerakan Inflasi. Awan & Yaqob (2021) mengklaim bahwa OPT merupakan langkah yang tepat untuk menciptakan stabilisasi penawaran uang dan mengurangi permasalahan likuiditas pada pasar uang. Kesimpulan ini sejalan dengan hasil penelitian Aslam & Awan (2018). Perbedaannya adalah pada temuan Aslam & Awan diketahui bahwa kebijakan moneter berpengaruh pada tingkat inflasi, penawaran uang, tenaga kerja, gross capital formation, FDI, public saving dan variabel makro lainnya.

Sebagaimana instrumen syariah lainnya, OPTS merupakan instrumen yang terlepas dari penerapan bunga. Selim & Hassan (2019) menyatakan bahwa negara yang menerapkan kebijakan moneter bebas bunga mampu menjaga Inflasi dan tingkat pengangguran di level rendah. Hal ini sesuai dengan kondisi Jepang, Switzerland, Swedia, Belanda, dan Denmark berhasil menekan fluktuasi inflasi dan pengangguran. Penerapan bunga menyebabkan biaya tambahan pada barang dan jasa. Bila bunga mampu dieleminasi maka tingkat harga akan turun begitu pula dengan Inflasi.

Bayuni & Srisusilawati (2018) berhasil membuktikan bahwa SBIS merupakan instrumen OPTS yang berpengaruh signifikan terhadap Inflasi dengan tingkat kontribusi sebesar 18.25%. Hanya saja berbeda dengan teori penawaran uang, hasil penelitian ini menyatakan bahwa hubungan SBIS dan Inflasi adalah berbanding lurus, artinya semakin besar SBIS yang ditransaksikan maka semakin tinggi pula tingkat Inflasi di Indonesia.

Adedayo et al. (2019) menggunakan data OPT dan Inflasi Nigeria pada 1981 hingga 2016 pun menyarankan Pemerintah untuk meningkatkan kepercayaan dan transaksi OPT karena OPT terbukti secara signifikan menyebabkan stabilisasi Inflasi di Nigeria.

Meningkatkan nilai transaksi OPT sebanyak 10% akan mengurangi Inflasi sebesar 2.16%.

Namun Sudarsono (2017) dengan metode *Vector Autoregression* (VAR) menemukan bahwa OPTS di Indonesia yang diwakili oleh SBIS tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Inflasi. Sejalan dengan Sudarsono, Roedyhantoro M & Cahyono (2019) menyatakan bahwa SBIS dan *Reverse Repo* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap PDB di Indonesia. Hal ini berbeda dengan instrumen OPTK, SBI, yang memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap PDB. Meskipun tidak berpengaruh signifikan namun terdapat hubungan negatif antara SBIS dan Inflasi. Artinya semakin tinggi tingkat imbal hasil SBIS maka akan mengurangi tingkat inflasi. Sudarsono beranggapan fenomena ini terjadi karena Bank Syariah merasa lebih untung bertransaksi dengan SBIS daripada dengan menyalurkan pembiayaan. Semakin sedikit dana yang disalurkan untuk pembiayaan maka akan mengurangi pendanaan di bidang usaha yang selanjutnya akan menekan peredaran uang beserta Inflasi. Bila instrumen OPT tidak lagi efektif untuk mengontrol likuiditas bank maupun Inflasi, maka adanya inovasi baru pada kerangka operasional transmisi instrumen OPT sangat diperlukan (Baglioni, 2012). Tidak signifikannya penyalur OPT juga didukung oleh rendahnya pengaruh OPT pada volatilitas uang (Porter & Xu, 2016).

H1 : OPTS berpengaruh signifikan negatif terhadap Inflasi

H2 : OPTK berpengaruh signifikan negatif terhadap Inflasi

Suku Bunga

Terdapat perdebatan mengenai tingkat suku bunga yang baik bagi perekonomian. Wu (2020) beranggapan bahwa tingkat suku bunga rendah atau bahkan mencapai 0% akan membatasi tingkat responsivitas Bank Sentral bila terjadi krisis. Berbanding terbalik dengan pendapat Wu, Ekonom Muslim mayoritas sepakat bahwa suku bunga memberikan imbas negatif pada perekonomian. Produk perbankan syariah merupakan produk bebas bunga, hal ini membantu Bank Syariah terhindar dari krisis

(Hussain et al., 2016). Penerapan kebijakan moneter bebas bunga dianggap lebih mampu menekan inflasi serta pengangguran (Selim & Hassan, 2019). Meskipun tidak menghilangkan fenomena Inflasi, namun suku bunga 0% akan membawa inflasi menjadi stabil (Geromichalos & Herrenbrueck, 2021). Gupta & Alam dalam Syarifuddin & Sakti (2021) merinci keuntungan ditiadakannya suku bunga, yaitu: 1) Mendorong iklim investasi dan produktifitas di sektor riil; 2) Meningkatkan pembiayaan untuk menstimulus pertumbuhan ekonomi; 3) Mendukung keuangan perusahaan yang nantinya akan meningkatkan volume produksi, penyerapan tenaga kerja, dan pembangunan ekonomi; dan 4) Uang tidak lagi dianggap sebagai komoditas yang memancing tindakan spekulasi.

Terlepas dari pro-kontra Suku Bunga, kebijakan moneter utama yang sering digunakan oleh Bank Sentral untuk mengatur JUB adalah tingkat suku bunga karena dirasa paling efektif dibandingkan instrumen lain (Syarifuddin & Sakti, 2021). Telah terdapat banyak penelitian yang meneliti hubungan antara Suku Bunga dengan Inflasi. Alasannya tak lain karena dengan mengetahui hubungan kedua variabel tersebut diharapkan akan mempermudah Bank Sentral menghadapi Inflasi selain itu juga untuk meningkatkan efektivitas dan efisiensi tercapainya tujuan kebijakan moneter (Ongan & Gocer, 2020).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Shokr et al. (2019) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat Inflasi di Mesir. Sedangkan di

Nigeria, Gbadebo & Mohammed (2015) menyebutkan bahwa penetapan suku bunga menyebabkan Inflasi. Tak hanya suku bunga, tetapi nilai tukar, JUB, dan harga minyak dunia turut meningkatkan taraf Inflasi Nigeria, sehingga diperlukan penanganan melalui kebijakan fiskal. Berbeda dengan Shokr et al. (2019), Khieu (2021) menemukan bahwa penetapan suku bunga oleh Bank Sentral Vietnam pada tahun 1995-2012 tidak berpengaruh signifikan pada pergerakan Inflasi.

H3 : Suku Bunga berpengaruh signifikan negatif terhadap Inflasi

METODOLOGI PENELITIAN

Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan tiga variabel eksogen, yaitu OPTS, OPTK, dan Suku Bunga. Sedangkan variabel endogen dalam penelitian ini adalah Inflasi. Terdapat perbedaan instrumen OPTS dan OPTK di Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan. (Tabel 2).

Sumber Data

Seluruh data penelitian ini merupakan data sekunder dari lembaga-lembaga resmi terkait. Data tingkat Inflasi diperoleh melalui World Bank. Sedangkan data OPTS, OPTK, dan Suku Bunga diperoleh melalui bank sentral masing-masing negara. Rincian sumber data yang digunakan adalah sebagai berikut: a) World Bank; 2) Bank Indonesia; 3) Bank Negara Malaysia; 4) Central Bank of Bahrain; dan 5) State Bank of Pakistan.

Tabel 2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel	Kedudukan	Definisi Operasional	Pengukuran Variabel
Inflasi (<i>Inflation</i>)	Endogen	$Inflasi = \frac{IHK_t - IHK_{t-1}}{IHK_{t-1}} \times 100\%$	%
OPTS OMOS	Eksogen	Indonesia Pertumbuhan jumlah transaksi Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), Sukuk BI atau Surat Berharga Syariah (SBSN), Repo SBSN, dan <i>Reverse Repo</i> SBSN. Malaysia Pertumbuhan jumlah transaksi BNM-IDM, BNM-IPI, GII, MITB, dan BNIBI.	%

OPTK OMOC	Eksogen	<p>Bahrain Pertumbuhan jumlah transaksi atas <i>Islamic Leasing securities</i> dan <i>Al-Salam securities</i>.</p> <p>Pakistan Pertumbuhan jumlah transaksi GIS</p> <p>Indonesia Pertumbuhan jumlah transaksi Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Term Deposit Rupiah, Repo, Reverse Repo SUN, dan Sertifikat Seposito Bank Indonesia (SDBI)</p> <p>Malaysia Pertumbuhan jumlah transaksi MGS, MTB, BNMN-DB, dan BNIB.</p> <p>Bahrain Pertumbuhan jumlah transaksi <i>development bonds and treasury bills</i>.</p> <p>Pakistan Pertumbuhan jumlah transaksi TB dan PIB.</p>	%
Suku Bunga (<i>interest rate</i>)	Eksogen	Tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh Pemerintah masing-masing negara.	%

Sumber: Penulis

Metode Analisa Data

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan teknik analisis regresi data panel. Data panel adalah data yang merupakan hasil dari pengamatan pada beberapa individu atau *unit cross-sectional* yang merupakan masing-masing diamati dalam beberapa periode waktu yang berurutan atau unit waktu. Indonesia dan Pakistan dipilih karena merupakan negara dengan populasi Muslim terbanyak di dunia (Nag, 2019). Malaysia dan Bahrain dipilih menjadi objek penelitian karena perkembangan perbankan syariah di kedua negara tersebut cukup progresif. Rentang waktu adalah data per kuartal dimulai dari 2012q2 hingga 2021q4.

Model Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh OPTS, OPTK, dan Suku Bunga terhadap Inflasi (Gambar 2). Persamaan dalam penelitian ini dapat dituliskan dalam

$$INF = \alpha + \beta_1 OMOS_{i,t} + \beta_2 OMOC_{i,t} + \beta_3 interest_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

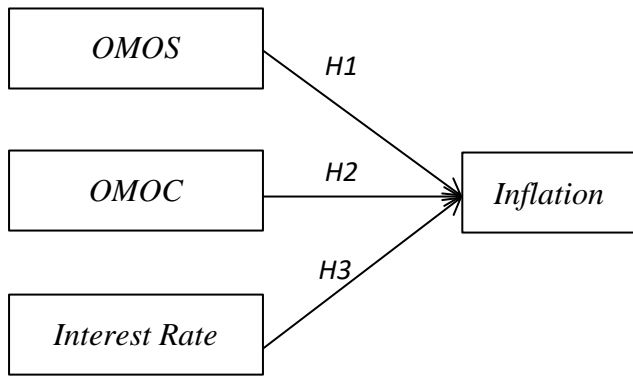
dimana:

- INF = Inflasi
- OMOS = Pertumbuhan OPTS
- OMOC = Pertumbuhan OPTK
- interest = Suku Bunga
- α = intersep
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = koefisien regresi variabel bebas
- i = 1, 2, 3, (data *cross section*)
- t = 1, 2, 3, ..., N (data *time series*, tahun 2012-2020)

Untuk mengestimasi parameter model penelitian ini, maka digunakan beberapa pendekatan, yaitu 1) *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Method* (FEM), *Random Effect Method* (REM). Diantara ketiga model, model terbaik ditentukan berdasarkan Uji Chow, Uji Hausman, dan *The Breusch-Pagan LM Test*. Untuk menghasilkan prediksi yang tepat, maka peneliti melakukan uji asumsi klasik yang terdiri atas uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, dan uji multikolinearitas.

Sumber: Penulis

Gambar 2. Model Penelitian, Penulis



HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Deskripsi statisti model penelitian ditampilkan pada Tabel 3. Berdasarkan deskripsi statistik diketahui bahwa rata-rata Inflasi di Indonesia, Malaysia, Bahrain dan Pakistan adalah 3.5%. Selama rentang waktu penelitian OPTS memiliki rata-rata pertumbuhan sebesar 0.62%. Tingkat pertumbuhan ini lebih tinggi dibandingkan OPTK yang hanya mencapai 0.18%.

Tabel 3. Deskripsi Statistik

```

xtset code time
      panel variable:  code (strongly balanced)
      time variable:  time, 2012q2 to 2021q4
      delta: 1 quarter
xtsum inflation omos omoc interest
  
```

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
-----+-----+-----					
> -					
inflat~n overall	3.564423	3.004491	-3.4	12.6	N = 156
between		2.478938	1.517949	6.84641	n = 4
within		2.094847	-1.961987	9.318013	T = 39
omos overall	.620548	4.146265	-.9773306	50.01017	N = 156
between		.7131996	.2214362	1.689244	n = 4
within		4.099703	-2.046026	48.94147	T = 39
omoc overall	.1821664	.7273652	-.8730038	6.37257	N = 156
between		.0791766	.1213132	.2942712	n = 4
within		.724105	-.9851087	6.373469	T = 39
interest overall	4.222404	3.293712	.15	13.25	N = 156
between		3.458965	.2197436	8.25	n = 4
within		1.348078	1.722404	9.222404	T = 39

Sumber: Peneliti, diolah

Pemilihan Model Regresi

Tabel 4. Hasil Uji Chow

```

xtreg inflation omos omoc interest, fe
  
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	156
Group variable: code	Number of groups	=	4
R-sq: within	Obs per group: min	=	39
between	avg	=	39.0
overall	max	=	39
corr(u_i, Xb) = -0.7310	F(3, 149)	=	31.82
	Prob > F	=	0.0000

omos	-.0130779	.0132004	-0.99	0.322	-.0389503	.0127944
omoc	-.1589658	.0349667	-4.55	0.000	-.2274992	-.0904323
interest	.7338688	.1150927	6.38	0.000	.5082913	.9594464
_cons	.5028061	.770297	0.65	0.514	-1.006948	2.012561
sigma_u	0					
sigma_e	1.6680805					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Sumber: Peneliti, diolah

Model regresi data panel yang sesuai untuk pemodelan pengaruh OPTS, OPTK, Suku Bunga terhadap Inflasi adalah sebagai berikut:

$$INFLATION = 0,5028 - 0.0130MOS - 0.15890MOC + 0.7338INTEREST.$$

Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan 1% transaksi OPTS akan menurunkan inflasi sebesar 0.013%. Meningkatnya transaksi OPTK sebesar 1% akan menurunkan level inflasi sebesar 0.158%. Kemudian, dengan menaikkan tingkat suku bunga akan meningkatkan level inflasi sebesar 0.7338%.

Uji Signifikansi Individu

Penelitian ini menemukan bahwa OPTS berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap Inflasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sudarsono (2017) dan Porter & Xu (2016), namun bertolak belakang dengan beberapa penelitian (Lihat: Adedayo (2019), Bayuni & Srisusilawati (2018), Jannah (2020), dan Selim & Hasan (2019)). OPTS tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap Inflasi karena dalam praktiknya, transaksi

OPTS masih jauh tertinggal dibanding OPTK (Tabel 7). Porter & Xu (2016) berargumentasi tidak signifikannya OPT terhadap Inflasi terjadi karena rendahnya pengaruh OPT terhadap volatilitas uang. Bila instrumen OPT tidak lagi efektif untuk mengontrol likuiditas bank maupun Inflasi, maka adanya inovasi baru pada kerangka operasional transmisi instrumen OPT sangat diperlukan (Baglioni, 2012).

Tabel 7. Porsi OPTS terhadap Total OPT Tahun 2021

Negara	OPTS (US\$)	Total OPT (US\$)	Persentase
Indonesia	4,320,218,965.66	47,970,299,331.02	9%
Malaysia	104,098,620,360	271,648,727,028	38.3%
Bahrain	77,832,000	851,264,000	9%
Pakistan	49,221,790	20,143,539,214	2%

Sumber: Peneliti, diolah

OPTK berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Inflasi, sesuai dengan H2. Hasil ini sejalan dengan beberapa penelitian terdahulu seperti Adelowokan et al. (2019), Aslam & Awan (2018), serta Awan & Yaqob (2021). Signifikansi OPTK terhadap Inflasi terjadi karena OPTK banyak ditransaksikan khususnya oleh bank

konvensional. Banyaknya lembaga yang menggunakan OPTK membuat JUB lebih responsive terhadap kebijakan yang dilaksanakan.

Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien variabel Suku Bunga adalah 0.733 dengan P-Value 0.000, hal ini menandakan bahwa peningkatan Suku Bunga sebesar 1%

akan mendorong tumbuhnya Inflasi secara signifikan sebesar 0.733%. Sebaliknya, bila Bank Sentral memutuskan untuk menurunkan tingkat Suku Bunga sebesar 1%, maka Inflasi akan turun sebanyak 0.733%. Dengan kata lain, H3 penelitian ditolak.

Penelitian ini berhasil menolak argumentasi Krugmen et al. (1998) dan Svensson (2000) yang menyatakan bahwa negara yang menerapkan Suku Bunga akan terbebas dari jebakan likuiditas dan Inflasi. Penelitian ini turut menepis pemikiran Wu (2020) yang beranggapan bahwa Bank Sentral yang tidak memberlakukan Suku Bunga akan mengalami kesulitan saat menghadapi krisis ekonomi seperti hiperinflasi. Hasil penelitian ini juga berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Shokr et al. (2019) yang menyatakan bahwa Suku Bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Inflasi.

Selim & Hassan (2019) menjabarkan bahwa peniadaan Suku Bunga akan mengurangi biaya produksi barang dan jasa

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kontribusi instrumen OPTS terhadap Inflasi di Indonesia, Malaysia, Bahrain, dan Pakistan menggunakan pendekatan data panel. Penelitian ini berhasil mengungkap bahwa OPTS berpengaruh negatif terhadap Inflasi. Sayangnya, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antar OPTS dengan Inflasi. Hal ini berbeda dibanding OPTK yang berpengaruh signifikan negatif terhadap Inflasi. Kemudian, Suku Bunga berpengaruh positif terhadap Inflasi.

Penelitian ini berkontribusi memperbanyak bukti empiris atas pengaruh kebijakan moneter dalam perspektif Islam terhadap pergerakan inflasi. Meskipun

karena dengan tidak adanya suku bunga akan mengurangi *marginal cost* (MC) produksi. Berkurangnya biaya produksi barang dan jasa akan menurunkan tingkat harga di berbagai sektor ekonomi serta menurunkan tingkat Inflasi.

Uji Signifikansi Simultan

Karena nilai $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000 < 0.05$ maka dengan taraf nyata 5% dapat disimpulkan bila seluruh variabel yaitu OPTS, OPTK, dan Suku Bunga berpengaruh signifikan terhadap Inflasi.

Analisis Koefisien Determinasi

Berdasarkan output REM di atas diketahui nilai *overall* R^2 sebesar 0.6457. Artinya secara bersama-sama variabel Pertumbuhan OPTS, Pertumbuhan OPTK, dan Suku Bunga mempunyai kontribusi menjelaskan INF sebesar 64.57%, sedangkan sisanya 35.43% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model penelitian.

ditemukan bahwa variabel OPTS tidak berpengaruh signifikan terhadap Inflasi, temuan ini dapat menjadi evaluasi bagi bank sentral untuk berinovasi terhadap OPTS agar lebih banyak ditransaksikan di masa depan. Bank Sentral pun perlu meninjau ulang penggunaan suku bunga sebagai kontrol inflasi atau bahkan menghilangkan penerapan suku bunga sebagai mana Islam melarang penerapan suku bunga (riba), karena penelitian ini menemukan hubungan positif antara suku bunga dengan inflasi.

Batasan penelitian ini berada pada objek penelitian yang terdiri dari empat negara OIC. Untuk hasil yang lebih robust, peneliti sangat menyarankan untuk memperbanyak sampel penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, A. (2016). An Islamic monetary theory of value and equation of exchange: evidence from Egypt (696-1517). *Humanomics*, 32(2), 121–150. <https://doi.org/10.1108/H-12-2015-0090>
- Adelowokan, A. O., Adesoye, B. A., & Maria, T. (2019). Impact of Open Market Operations and Money Supply on Inflation in Nigeria. *ACTA UNIVERSITATIS DANUBIUS*, 15(5), 230–244.
- Al Ajlouni, A. T. (2017). Interest free liquidity management scheme (time-weighted debt units). *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 60–76. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-05-2015-0060>
- Alhozaimy, Y. (2009). *The Islamisation of Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA) and the Financial System in the Kingdom of Saudi Arabia, Experience from Selected Muslim Countries*. Bangor University.
- Aslam, M., & Awan, A. G. (2018). Impact of monetary policy on economic growth: Evidence from Pakistan. *Global Journal of Management, Social Sciences and Humanities*, 4(1), 89–109.
- Awan, A. G., & Yaqoob, I. (2021). Open Market Operation by State Bank of Pakistan and Its Impact on Economic Stability. *Global Journal of Management, Social Sciences and Humanities*, 7(2), 408–432. <https://doi.org/https://orcid.org/0000-0001-5767-6229>
- Baglioni, A. (2012). Liquidity Crunch in the Interbank Market: Is it Credit or Liquidity Risk, or Both? *J Financ Serv Res*, 41, 1–18. <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0110-2>
- Bayuni, E. M., & Srisusilawati, P. (2018). Kontribusi Instrumen Moneter Syariah Terhadap Pengendalian Inflasi Di Indonesia. *Amwaluna: Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Syariah*, 2(1), 19–38. <https://doi.org/10.29313/amwaluna.v2i1.3314>
- Bhar, R., & Mallik, G. (2013). Inflation uncertainty, growth uncertainty, oil prices, and output growth in the UK. *Empirical Economics*, 45(3), 1333–1350. <https://doi.org/10.1007/s00181-012-0650-9>
- Chang, C. L., Fang, M., Hong, B., & Ho, K. C. (2021). Impacts of monetary instruments on overnight spread under the interest rate corridor framework: evidence from China. *Business Process Management Journal*, 27(6), 1822–1835. <https://doi.org/10.1108/BPMJ-12-2020-0537>
- Gbadebo, A. D., & Mohammed, N. (2015). Monetary Policy and Inflation Control in Nigeria. *Journal of Economic and Sustainable Development*, 6(8), 108–116.
- Gerlach-Kristen, P., & Moessner, R. (2014). Inflation expectations, central bank credibility and the global financial crisis. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 150(2), 55–87. <https://doi.org/10.1007/BF03399402>
- Geromichalos, A., & Herrenbrueck, L. (2021). The liquidity-augmented model of macroeconomic aggregates: A New Monetarist DSGE approach. *Review of Economic Dynamics*, 1–34. <https://doi.org/10.1016/j.red.2021.05.002>
- Hervino, A. D. (2011). Volatilitas inflasi di Indonesia: fiskal atau moneter? *Finance and Banking Journal*, 13(2), 139–149.

- Huda, N., Idris, H. R., Nasution, M. E., & Wiliasih, R. (2014). *Ekonomi Makro Islam: Pendekatan Teoretis*. Kencana.
- Hussain, M., Shahmoradi, A., & Turk, R. (2015). *An Overview of Islamic Finance* (No. 15; 120).
- Hussain, M., Shahmoradi, A., & Turk, R. (2016). An Overview of Islamic Finance. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 7(1), 1–28. <https://doi.org/10.1142/S1793993316500034>
- Jabeen, M., & Kausar, S. (2020). How to Improve the Effectiveness of Monetary Policy in Pakistan. *2 International Tokyo Conference on Innovative Studies of Contemporary Science*, 1–19.
- Jannah, N. (2020). PENGARUH OPERASI MONETER TERHADAP INFLASI DI INDONESIA. *At-Tawassuth: Jurnal Ekonomi Islam*, 5(1), 142–162. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.30829/ajei.v5i1.7900>
- Jumhur, J., Nasrun, M. A., Agustiar, M., & Wahyudi, W. (2018). Pengaruh Jumlah Uang Beredar, Ekspor dan Impor Terhadap Inflasi (Studi Empiris Pada Perekonomian Indonesia). *Jurnal Ekonomi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 7(3), 186–201. <https://doi.org/10.26418/jebik.v7i3.26991>
- Karim, A. (2014). *Ekonomi Makro Islami*. PT Raja Grafindo Persada.
- Khieu, H. Van. (2021). Budget deficits, money growth and inflation: empirical evidence from Vietnam. *Fulbright Review of Economics and Policy*, 1(1), 61–78. <https://doi.org/10.1108/frep-05-2021-0030>
- Krugman, P. R. (1998). It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(2), 137–205. <https://doi.org/10.2307/2534694>
- Mankiw, N. G. (2010). Macroeconomics Seventh. In *Harvard University* (Vol. 4, Issue 3).
- Meo, M. S., Khan, V. J., Ibrahim, T. O., Khan, S., Ali, S., & Noor, K. (2018). Asymmetric impact of inflation and unemployment on poverty in Pakistan: new evidence from asymmetric ARDL cointegration. *Asia Pacific Journal of Social Work and Development*, 28(4), 295–310. <https://doi.org/10.1080/02185385.2018.1523745>
- Mishkin, F. S. (2009). *Economics of Money Banking and Financial Markets* (The Busine). Pearson Educatiio, Inc.
- Nag, O. Sen. (2019). *Muslim Population By Country*. WorldAtlas. <https://www.worldatlas.com/articles/countries-with-the-largest-muslim-populations.html>
- Ongan, S., & Gocer, I. (2020). Testing fisher effect for the USA: application of nonlinear ARDL model. *Journal of Financial Economic Policy*, 12(2), 293–304. <https://doi.org/10.1108/JFEP-09-2018-0127>
- Panjaitan, P. D., Purba, E., & Damanik, D. (2021). Pengaruh jumlah uang beredar dan nilai tukar terhadap inflasi di Sumatera Utara. *EKUILNOM: Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 3(1), 18–23. <https://doi.org/https://doi.org/10.36985/ekuilnومي.v3i1.76>
- Permana, Y. H., Nur'aeni, & Setiawan. (2022). Peran Bank Indonesia dalam Menstabilkan Perekonomian dan Jumlah Uang Beredar Melalui Kebijakan Moneter. *Jurnal Dimamu*, 1(2), 231–240.

- Porter, N., & Xu, T. (2016). Money-Market Rates and Retail Interest Regulation in China: The Disconnect between Interbank and Retail Credit Conditions. *International Journal of Central Banking*, 43rd issues (March 2016) of *International Journal of Central Banking*, 143–198.
- Rachman, S., & Herianingrum, S. (2018). Pengaruh Instrumen Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Pasar Uang Antar Bank (PUAB), Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), Pasar Uang Antar Bank Syariah (PUAS) Terhadap M2 Di Indonesia Periode 2009-2016. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 5(1), 78–92. <https://doi.org/10.20473/vol5iss20181pp78-92>
- Rocheteau, G., Wright, R., & Xiao, S. X. (2018). Open Market Operations. *Journal of Monetary Economics*, 98, 114–128. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2018.04.012>
- Roedyhantoro M, T., & Cahyono, E. F. (2019). Pengaruh Instrumen Moneter Konvensional Dan Instrumen Moneter Syariah Terhadap Produk Domestik Bruto Periode 2012-2016. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 5(5), 364. <https://doi.org/10.20473/vol5iss20185pp364-378>
- Selim, M., & Hassan, M. K. (2019). Interest-free monetary policy and its impact on inflation and unemployment rates. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 11(1), 46–61. <https://doi.org/10.1108/IJIF-06-2018-0065>
- Shokr, M. A., Abdul Karim, Z., & Zaidi, M. A. S. (2019). Monetary policy and macroeconomic responses: non-recursive SVAR study of Egypt. *Journal of Financial Economic Policy*, 11(3), 319–337. <https://doi.org/10.1108/JFEP-07-2018-0103>
- Sudarsono, H. (2017). Analisis efektifitas transmisi kebijakan moneter konvensional dan syariah dalam mempengaruhi tingkat inflasi. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, 3(2), 53–64. <https://doi.org/10.20885/jeki.vol3.iss2.art1>
- Svensson, L. E. O. (2000). *The zero bound in an open economy: A foolproof of escaping from a liquidity trap* (No. 7957). <https://doi.org/10.3386/w7957>
- Syarifuddin, F., & Sakti, A. (2021). *Instrumen Moneter Islam* (1st ed.). Rajawali Pers.
- Tahiri, N. R. (2017). Comparative Analysis of Afghanistan and Pakistan Central Banks Monetary Policy. *Munich Personal RePEc Archive*, 82653.
- World Bank. (2022). *Inflation, consumer prices (annual %)*. Data. <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
- Wu, Y. (2020). The causes and challenges of low interest rates: insights from basic principles and recent literature. *China Finance Review International*, 11(2), 145–169. <https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2020-0071>
- Yahya, M., Hussin, M., & Muhammad, F. (2012). Development of Sukuk Ijarah in Malaysia. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 8(2), 92–101.