

**MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER  
SYARIAH DAN ASSETS PRICE BUBBLE DI INDONESIA**



**Oleh:**

**Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri**

**NIM.19300016007**

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
**SUNAN KALIJAGA**  
YOGYAKARTA

**DISERTASI**

Diajukan kepada Program Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga  
untuk Memenuhi Salah Satu Syarat guna Memperoleh  
Gelar Doktor Studi Islam Konsentrasi Ekonomi Islam

**YOGYAKARTA**

**2022**



## PERNYATAAN KEASLIAN DAN BEBAS DARI PLAGIARISME

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri

NIM : 19300016007

Jenjang : Doktor

Konsentrasi : Ekonomi Islam

Menyatakan bahwa naskah **disertasi** ini secara keseluruhan adalah hasil penelitian/karya saya sendiri, kecuali pada bagian-bagian yang dirujuk sumbernya, dan bebas dari plagiarisme. Jika dikemudian hari terbukti bukan karya sendiri atau melakukan plagiasi, maka saya siap ditindak sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Yogyakarta, 1 Juli 2022

Saya yang menyatakan,



Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri

NIM: 19300016007

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA



KEMENTERIAN AGAMA  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA  
**PASCASARJANA**

Jln. Marsda Adisucipto Yogyakarta, 55281 Telp. (0274) 519709 Fax (0274) 557978  
e-mail: pps@uin-suka.ac.id. website: http://pps.uin-suka.ac.id

## PENGESAHAN

Judul Disertasi : MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER  
SYARIAH DAN ASSETS PRICE BUBBLE DI INDONESIA  
Ditulis oleh : Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri  
NIM : 1930016007  
Program/Prodi. : Doktor (S3) / Studi Islam  
Konsentrasi : Ekonomi Islam

**Telah dapat diterima  
Sebagai salah satu syarat guna memperoleh gelar Doktor (Dr.)  
Dalam Bidang Studi Islam**

Yogyakarta, 18 Agustus 2022

An. Rektor/  
Ketua Sidang.



**Prof. Dr. Phil. Sahiron, M.A**  
NIP.: 19680605 199403 1 003

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
**SUNAN KALIJAGA**  
YOGYAKARTA



UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA  
**PASCASARJANA**

Jln. Marsda Adisucipto Yogyakarta, 55281 Telp. (0274) 519709 Fax (0274) 557978  
e-mail: pps@uin-suka.ac.id. website: http://pps.uin-suka.ac.id

**YUDISIUM**

**BISMILLĀHIRRAHMĀNIRRAHĪM**

DENGAN MEMPERTIMBANGKAN JAWABAN PROMOVENDUS ATAS PERTANYAAN DAN KEBERATAN PARA PENILAI DALAM UJIAN TERTUTUP (PADA TANGGAL 20 MEI 2022), DAN SETELAH MENDENGAR JAWABAN PROMOVENDUS ATAS PERTANYAAN DAN SANGGAHAN PARA PENGUJI DALAM SIDANG UJIAN TERBUKA, MAKA KAMI MENYATAKAN, PROMOVENDUS, **AULA AHMAD HAFIDH SAIFUL FIKRI** NOMOR INDUK: **1930016007** LAHIR DI **BREBES**, TANGGAL **28 OKTOBER 1975**,

**LULUS DENGAN PREDIKAT :**

**PUJIAN (CUM LAUDE) SANGAT MEMUASKAN/MEMUASKAN\*\***

KEPADA SAUDARA DIBERIKAN GELAR DOKTOR **STUDI ISLAM** KONSENTRASI **EKONOMI ISLAM** DENGAN SEGALA HAK DAN KEWAJIBAN YANG MELEKAT ATAS GELAR TERSEBUT.

**\*SAUDARA MERUPAKAN DOKTOR KE-844.**

YOGYAKARTA, 18 AGUSTUS 2022

An. REKTOR /  
KETUA SIDANG,



**Prof. Dr. Phil. Sahiron, M.A**  
NIP.: 19680605 199403 1 003


**\*\* CORET YANG TIDAK DIPERLUKAN**



KEMENTERIAN AGAMA  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA  
**PASCASARJANA**

Jln. Marsda Adisucipto Yogyakarta, 55281 Telp. (0274) 519709 Fax (0274) 557978  
e-mail: pps@uin-suka.ac.id. website: http://pps.uin-suka.ac.id

**DAFTAR HADIR DEWAN PENGUJI  
UJIAN TERBUKA PROMOSI DOKTOR**

Nama Promovendus	: Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri	
NIM	: 1930016007	
Judul Disertasi	: MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER SYARIAH DAN ASSETS PRICE BUBBLE DI INDONESIA	
Ketua Sidang	: Prof. Dr. Phil. Sahiron, M.A	
Sekretaris Sidang	: Ahmad Rafiq, M.Ag., M.A, Ph.D.	
Anggota	: <ol style="list-style-type: none"><li>1. Prof. Drs. H. Hadri Kusuma, MBA., DBA. (Promotor/Penguji)</li><li>2. Dr. Sunaryati, S.E., M.Si. (Promotor/Penguji)</li><li>3. Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, M.Ag. (Penguji)</li><li>4. Dr. Misnen Ardiansyah, SE., M.Si., Ak., CA., ACPA. (Penguji)</li><li>5. Dr. H. Slamet Haryono, SE., M.Si. (Penguji)</li><li>6. RR. Fosa Sarassina, MBA., Ph.D. (Penguji)</li></ol>	     

Di Ujikan di Yogyakarta pada hari Kamis tanggal 18 Agustus 2022

Tempat	: Aula Lt. 1 Gd. Pascasajana UIN Sunan Kalijaga
Waktu	: Pukul 13.00 WIB. S.d. Selesai
Hasil / Nilai (IPK)	: ..... 3,9
Predikat Kelulusan	: Pujian ( <i>Cumlaude</i> ) / <del>Sangat Memuaskan</del> / <del>Memuaskan</del>

Sekretaris Sidang,



Ahmad Rafiq, M.Ag., M.A, Ph.D.  
NIP.: 19720414 199903 1 002



**KEMENTERIAN AGAMA RI  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA  
PASCASARJANA**

**PENGESAHAN PROMOTOR**

Promotor : Prof. Drs. H. Hadri Kusuma, MBA., DBA.

Promotor : Dr. Sunaryati, S.E., M.Si.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
**SUNAN KALIJAGA**  
YOGYAKARTA

## NOTA DINAS

Kepada Yth.,  
Direktur Pascasarjana  
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

*Assalamu'alaikum wr.wb.*

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan koreksi dan penilaian terhadap naskah disertasi berjudul:

### **MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER SYARIAH DAN ASSETS PRICE BUBBLE DI INDONESIA**

yang ditulis oleh:

Nama : Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri  
NIM : 19300016007  
Program Studi : Doktor (S3)/Studi Islam Konsentrasi  
: Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 20 Mei 2022, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Program Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ekonomi Islam.

*Wassalamu'alaikum wr.wb.*

Yogyakarta, 15 Juni 2022

Promotor,



Prof. Drs. H. Hadri Kusuma, MBA., DBA



## NOTA DINAS

Kepada Yth.,  
Direktur Pascasarjana  
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

*Assalamu'alaikum wr.wb.*

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan koreksi dan penilaian terhadap naskah disertasi berjudul:

### **MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER SYARIAH DAN ASSETS PRICE BUBBLE DI INDONESIA**

yang ditulis oleh:

Nama : Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri  
NIM : 19300016007  
Program Studi : Doktor (S3)/Studi Islam Konsentrasi  
: Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 20 Mei 2022, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Program Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ekonomi Islam.

*Wassalamu'alaikum wr.wb.*

Yogyakarta, 16 Juni 2022

Penguji,



Dr. Sunaryati, S.E., M.Si.

## NOTA DINAS

Kepada Yth.,  
Direktur Pascasarjana  
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

*Assalamu'alaikum wr.wb.*

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan koreksi dan penilaian terhadap naskah disertasi berjudul:

### **MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER SYARIAH DAN ASSETS PRICE BUBBLE DI INDONESIA**

yang ditulis oleh:

Nama : Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri  
NIM : 19300016007  
Program Studi : Doktor (S3)/Studi Islam Konsentrasi  
: Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 20 Mei 2022, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Program Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ekonomi Islam.

*Wassalamu'alaikum wr.wb.*

Yogyakarta, 15 Juni 2022

Penguji,



Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, M.Ag.

## NOTA DINAS

Kepada Yth.,  
Direktur Pascasarjana  
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

*Assalamu'alaikum wr.wb.*

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan koreksi dan penilaian terhadap naskah disertasi berjudul:

### **MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER SYARIAH DAN ASSETS PRICE BUBBLE DI INDONESIA**

yang ditulis oleh:

Nama : Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri  
NIM : 19300016007  
Program Studi : Doktor (S3)/Studi Islam Konsentrasi  
: Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 20 Mei 2022, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Program Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ekonomi Islam.

*Wassalamu'alaikum wr.wb.*

Yogyakarta, 17 Juni 2022

Penguji



Dr. Misfen Ardiansyah, S.E., M.Si., Ak., CA., ACPA.

## NOTA DINAS

Kepada Yth.,  
Direktur Pascasarjana  
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

*Assalamu'alaikum wr.wb.*

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan koreksi dan penilaian terhadap naskah disertasi berjudul:

### **MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER SYARIAH DAN ASSETS PRICE BUBBLE DI INDONESIA**

yang ditulis oleh:

Nama : Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri  
NIM : 19300016007  
Program Studi : Doktor (S3)/Studi Islam Konsentrasi  
: Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 20 Mei 2022, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Program Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ekonomi Islam.

*Wassalamu'alaikum wr.wb.*

Yogyakarta, 22 Juni 2022  
Penguji,



Dr. Slamet Haryono, M.Si.

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menganalisis *interrelationship shock* kebijakan moneter, variabel aset perbankan syariah, harga aset dan kinerja ekonomi makro Indonesia. Disertasi ini mengkaji efektivitas kebijakan moneter dengan menggunakan data bulanan dari 2003-2020. Variabel yang digunakan adalah BI 7-days (*reverse*) *repo rate*, SBI Syariah, *Money Asset*, Pembiayaan, Ekuivalensi Tingkat Bunga, Indeks Harga Saham Gabungan, Indeks Saham Syariah Indonesia, Rata-rata *Return Obligasi*, Indeks Harga Properti Residensial, Emas, Inflasi dan Indeks Produksi Industri dianalisis dalam model *Structural Vector Autoregression* (SVAR). Volatilitas variabel ini dikaitkan dengan guncangan struktural variabel lain secara terpisah dan analisis respon varians untuk semua variabel.

Analisis diawali dengan mendeteksi keberadaan *bubble* harga pada jenis aset IDX, IDXS, BOND, HPI dan GOLD. Hasil analisis *Right Tail ADF* diketahui bahwa hampir semua aset yang diteliti kecuali aset BOND mengandung *bubble*. *Bubble* tersebut dapat diidentifikasi baik waktu (*time span*) dan lamanya (*date stamping*). Mekanisme transmisi kebijakan moneter berjalan sesuai dengan tujuan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dan stabilitas inflasi, melalui variabel moneter syariah dan harga aset meskipun hanya menunjukkan dalam waktu singkat. Penelitian ini mengenakan identifikasi dan restriksi pada model untuk dapat membuktikan teori *Lean Against the Wind* (LATW). Harga aset tidak merespon secara berarti guncangan pada kebijakan Bank Indonesia maupun guncangan terhadap perubahan neraca perbankan syariah. Hasil ini sama sekali tidak menyiratkan bahwa kebijakan moneter adalah satu-satunya kontributor terhadap perubahan ekstrim harga aset.

Perekonomian terbuka dengan *capital mobility* dan pasar modal yang masih belum sempurna, informasi asimetri yang masih tinggi dan perilaku *herding* yang masih dominan menyebabkan kebijakan moneter maupun harga aset mempunyai hubungan *indifferent* (tidak interdependen). Hal tersebut ditandai dengan *impulse respon* yang cenderung cepat kembali ke keseimbangan semula, tidak ada perubahan permanen ketika ada kejutan pada kedua belah pihak. Hasil penelitian ini sekaligus memberikan kontribusi kebaruan mengenai tidak bekerjanya mekanisme LATW, dimana kebijakan moneter bersikap *indifferent* terhadap volatilitas dan gelembung harga aset, yang artinya tidak *Lean Against* maupun *Clean up the*

*Mess.* Perbankan syariah masih berperan dalam pembentukan *aset price bubble* yang terjadi pada aset saham biasa bukan syariah, artinya portofolio aset masih banyak yang diletakkan pada saham sehingga mempengaruhi variabilitas dan volatilitasnya. Apabila alokasi manajemen aset bank syariah pada aset yang mengandung bubble maka prinsip syariah masih kurang sempurna dipraktikkan.

*Kata kunci:* Mekanisme Transmisi, Kebijakan Moneter, Harga Aset, *Price Bubble*



## ABSTRACT

This study aims to analyze the interrelationship shock of monetary policy, Islamic banking asset variables, asset prices, and Indonesia's macroeconomic performance in a simultaneous structural equation. It examines the effectiveness of monetary policy using monthly data from 2003 to 2020. The variables used are BI 7-Days (Reverse) Repo Rate, Sharia SBI (Bank Indonesia Certificate), Money Assets, Financing, Interest Rate Equivalence, Composite Stock Price Index, Indonesia Sharia Stock Index, Average Bond Return, Residential Property Price Index, Gold Price, Inflation and Industrial Production Index analyzed in the Structural Vector Autoregression (SVAR) model. The volatility of this variable was associated with structural shocks of other variables separately and analysis of response variance for all variables.

The analysis begins by detecting the presence of a price bubble in the IDX, IDXS, BOND, HPI, and GOLD asset types. The ADF Right Tail analysis results show that almost all assets studied contain bubbles except BOND assets. The bubble can be identified by both the time (time span) and the duration (date stamping). The detected bubbles do not show any alarming symptoms. The monetary policy transmission mechanism runs according to the objective of promoting economic growth and inflation stability, through Islamic monetary variables and asset prices, although only for a short period. This research applies identification and restriction to the model to be able to prove the theory of Lean Against the Wind (LATW). Asset prices did not respond significantly to shocks to Bank Indonesia's policies and changes in the balance sheet of Islamic banking. This result does not imply that monetary policy is the only contributor to extreme changes in asset prices.

The economy is open to capital mobility and a capital market that is still not perfect, with high information asymmetry and dominant herding behavior. It is characterized by an impulse response that quickly returns to its original balance. There is no permanent change when there is a shock on both sides. The research results simultaneously contribute to the novelty of the LATW mechanism, which is not working, where monetary policy is indifferent to volatility and asset price bubbles, which means neither Lean Against nor Clean up the Mess. Islamic banking still plays a role in forming the asset price bubble that occurs in non-Islamic

common stock assets, meaning that many asset portfolios are still placed in stocks, thus affecting their variability and volatility. If Islamic bank asset management is allocated to assets containing a bubble, the sharia principles are still not perfectly implemented.

Keywords: Transmission Mechanisms, Monetary Policy, Asset Prices, Price Bubble





## ملخص الرسالة

ترمي هذه الرسالة إلى تحليل صدمة العلاقة المتبادلة بين السياسة المالية ومتغيرات الأصول البنوك الإسلامية وأسعار الأصول وأداء الاقتصاد الكلي لإندونيسيا في معادلة هيكلية متزامنة. فدرست هذه الرسالة فعالية السياسة المالية باستخدام البيانات الشهرية من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠٢٠ معتمدة على متغيرات إعادة الشراء العكسي لمدة ٧ أيام (BI7DRR)، شهادة البنك الإندونيسي الإسلامية، الأصول المالية، التمويل، معادلة أسعار الفائدة، مؤشر أسعار الأسهم المركبة، مؤشر الأسهم الشريعة الإندونيسية، متوسط عائد السندات، مؤشر أسعار العقارات السكنية، أسعار الذهب، التضخم ومؤشر الإنتاج الصناعي. كل هذه المتغيرات تم تحليلها في نموذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR). يرتبط تقلب هذه المتغيرات بالصدمات الهيكلية للمتغيرات الأخرى بشكل منفصل وتحليل الاستجابة لجميع المتغيرات.

بدأ التحليل من اكتشاف وجود الفقاعة السعوية في أنواع أصول بورصة اندونيسيا (IDX)، بورصة إندونيسيا الشرعية (IDX) و السندات (BOND) و القانون المدني الدولي (HPI) و أصول الذهب (GOLD). تظهر نتائج تحليل ADF Right Tail أن جميع الأصول التي تمت دراستها تقريبا باستثناء أصول BOND تحتوي على فقاعات. وهذه الفقاعة يمكن تحديدها على ختم التاريخ والوقت. لا تظهر الفقاعات المحددة أي أعراض مقلقة. تعمل آلية تحويل السياسة المالية وفقا لهدف تعزيز النمو الاقتصادي والاستقرار التضخمي من خلال المتغيرات النقدية الإسلامية وأسعار الأصول وإن كان ذلك لفترة قصيرة فقط. تطبق هذه الرسالة عملية التحديد والقيود على النموذج ليتمكن من إثبات نظرية الاتكاء على الريح (LATW). لم تستجب أسعار الأصول بشكل كبير للصدمات في سياسات بنك إندونيسيا وفي التغيرات في الميزانية العمومية

للخدمات المصرفية الإسلامية. هذه النتائج لا تشير بأي حال من الأحوال أن السياسة المالية هي المساهم الوحيد في التغيرات المتطرفة في أسعار الأصول.

والاقتصاد مفتوح مع حركة رأس المال وسوق رأس المال غير مثالي وعدم تناسق المعلومات وسلوك القطيع المهيمن. ويتميز هذا باستجابة اندفاعية تميل إلى العودة بسرعة إلى توازنها الأصلي، فلا يوجد تغيير دائم عند حدوث صدمة من كلا الجانبين. وثمة مساهمة جديدة تضيف عليها هذه الرسالة حيث أشارت نتائج الرسالة إلى عدم نجاح آلية LATW، لأن السياسة المالية تكون غير مبالية بالتقلبات وبقاعات أسعار الأصول، وهو ما يعني عدم الاتكاء على (leaning against) أو تنظيف الفوضى (mess clean up the). لا تزال الخدمات المصرفية الإسلامية تلعب دوراً في تشكيل فقاعة أسعار الأصول التي تحدث في أصول الأسهم العادية غير الإسلامية، مما يعني أن الكثير من حافظة الأصول لا تزال موجودة في الأسهم ويؤثر بدورها على تقلبها. إذا كان تخصيص إدارة أصول البنك الإسلامي لأصول تحتوي على فقاعة، فإن مبادئ الشريعة لا تزال غير مطبقة بشكل مثالي.

**الكلمات المفتاحية:** آليات التحويل، السياسة المالية، أسعار الأصول، فقاعة الأسعار

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

## PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN

Transliterasi huruf Arab yang dipakai dalam penyusunan disertasi ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama RI dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan RI Nomor 158/1987 dan 0543 b/U/1987, tanggal 22 Januari 1988.

### A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	Alif	Tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	ba'	b	Be
ت	ta'	t	Te
ث	ša'	š	es (dengan titik di atas)
ج	jim	j	Je
ح	ħa	ħ	ha (dengan titik dibawah)
خ	kha	kh	ka dan ha
د	dal	d	De
ذ	za	z	zet (dengan titik di atas)
ر	ra	r	Er
ز	zai	z	zet
س	sin	s	Es
ش	syin	sy	es dan ye
ص	šad	š	es (dengan titik di bawah)
ض	ḍad	ḍ	de (dengan titik di bawah)
ط	ṭa'	ṭ	te (dengan titik di bawah)
ظ	ẓa'	ẓ	zet (dengan titik di bawah)
ع	'ain	'	Koma terbalik di atas
غ	gain	g	ge
ف	fa'	f	ef
ق	qaf	q	qi
ك	kaf	k	ka
ل	lam	l	el

م	mim	m	em
ن	nun	n	en
و	Wawu	w	we
ه	ha'	h	ha
ء	hamzah	'	apostrof
ي	ya'	Y	ye

## B. Konsonan Rangkap karena Syaddah Ditulis Rangkap

متعقدين	Ditulis	<i>muta' aqqidīn</i>
عدة	Ditulis	<i>'iddah</i>

## C. Ta' marbutah

1. Apabila dimatikan ditulis h.

هبة	Ditulis	<i>hibbah</i>
جزية	Ditulis	<i>jizyah</i>

(ketentuan ini tidak diperlukan bagi kata-kata Arab yang sudah terserap ke dalam bahasa Indonesia, seperti shalat, zakat dan sebagainya, kecuali apabila dikehedaki lafal aslinya).

Bila diikuti dengan kata sandang “al” serta bacaan kedua itu terpisah, maka ditulis dengan h.

كرمة الأولياء	Ditulis	<i>karāmah al auliyā'</i>
---------------	---------	---------------------------

2. Apabila ta' marbutah hidup atau dengan harakat, fatha, kasrah dan dammah ditulis t.

زكاة الفطر	Ditulis	<i>zakātul-fitṭri</i>
------------	---------	-----------------------

## D. Vokal Pendek

ـِ	Kasrah	ditulis	i
ـَ	fathah	ditulis	a
ـُ	Dammah	ditulis	u

### E. Vokal Panjang

fathah + alif جاهلية	ditulis	a <i>jāhiliyyah</i>
fathah + ya' mati يسعى	ditulis	a <i>yas'ā</i>
kasrah + ya' mati كريم	ditulis	ī <i>karīm</i>
dammah + wawu mati فروض	ditulis	u <i>furūd</i>

### F. Vokal Rangkap

fathah + ya' mati بينكم	ditulis	ai <i>bainakum</i>
fathah + wawu mati قول	ditulis	au <i>qaulum</i>

### G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan dengan Apostrof

أنتم	ditulis	<i>a'antum</i>
أعدت	ditulis	<i>u'idat</i>
لنشكرتم	ditulis	<i>la'in syakartum</i>

### H. Kata Sandi Alif + Lam

fathah + ya' mati بينكم	ditulis	ai <i>bainakum</i>
fathah + wawu mati قول	ditulis	au <i>qaulum</i>

#### 1. Bila diikuti Huruf Qamariah

القرآن	ditulis	<i>al-Qura'ān</i>
القياس	ditulis	<i>al-Qiyās</i>

2. Bila diikuti Huruf Syamsiyah ditulis dengan menggandakan huruf syamsiyyah yang mengikutinya, serta menghilangkan huruf l (el)-nya.

السما الشمس	ditulis ditulis	<i>as-Samā'</i> <i>asy-Syams</i>
----------------	--------------------	-------------------------------------

**I. Penulisan Kata-kata dalam Rangkaian Kalimat**

ذوياالروض أهل السنة	ditulis ditulis	<i>ẓawī al-furūd</i> <i>ahl as-sunnah</i>
------------------------	--------------------	--



## KATA PENGANTAR

*Alhamdulillah* *robbil 'aalamiin*. karena rahmat dan ridha Allah SWT, penulis akhirnya dapat menyelesaikan disertasi ini. Dengan selesainya disertasi ini, penulis hendak menyampaikan ucapan terima kasih kepada berbagai pihak:

1. Prof. Dr. Phil. Al Makin, S.Ag., M.A., selaku Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, Prof.Dr. H. Abdul Mustaqim, S.Ag., M.Ag selaku Direktur Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, dan seluruh jajaran pengelola Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, disampaikan terimakasih sebesar-besarnya atas bimbingan, pelayanan dan kemudahan yang diberikan selama studi.
2. Prof. Drs. H. Hadri Kusuma, MBA., DBA., dan Dr. Sunaryati, S.E., M.Si selaku Promotor yang dengan sabar, dan teliti dalam memberikan bimbingan baik saran, kritik, serta motivasi pada penulis sehingga selalu memberikan nilai tambah dan perbaikan dalam disertasi.
3. Seluruh pimpinan Fakultas Ekonomi dan Universitas Negeri Yogyakarta yang telah memberikan kesempatan dan dukungan kepada penulis guna menempuh pendidikan doktor ini.
4. Rekan rekan sejawat di Jurusan Pendidikan Ekonomi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta yang telah memberikan motivasi dan suasana lingkungan kerja yang kondusif dan menyenangkan guna produktivitas dan percepatan dalam menyelesaikan pendidikan doktor.
5. Segenap Staf Tendik Program Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga yang memberi kemudahan administratif bagi penyusun selama masa perkuliahan.
6. Almarhumah ibunda Hj. Nur Rohmah yang telah memberikan fondasi dan keyakinan untuk selalu belajar dan berusaha, semoga engkau tenang dan bahagia di sana, Ayahanda KH. Ibnu Athoillah yang masih menemani kami semua anak cucunya, semoga selalu diberikan kesehatan.

7. Istri tercinta, Wiwin Susiani Azizah yang selalu setia mendampingi dan ananda Alhimna Arsyah Ghina yang telah memberikan inspirasi dan motivasi untuk selalu tegar dan bersabar untuk selalu memberikan yang terbaik bagi keluarga.
8. Adik-adik tersayang, Dr. Akrom Jangka Daosat, Azkiatul Fuadah, SHI. dan Askini Khairunnisa, S. Ag., M.Pd.I. tetaplah menjadi lebih baik dan semoga sukses semuanya.
9. Kolega, sahabat dan sumber bacaan dan referensi yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk berdiskusi, memberikan saran, dan kritik konstruktifnya.

Semoga disertasi ini bermanfaat dan memberi kontribusi nyata bagi kehidupan dan kebijakan, segala kritik dan saran membangun dinantikan oleh penulis. Terima Kasih.

Yogyakarta, 1 Juli 2022



Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri  
NIM: 19300016007

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA



## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	<b>i</b>
<b>KEASLIAN DAN BEBAS DARI PLAGIARISME</b> .....	<b>iii</b>
<b>PENGESAHAN REKTOR</b> .....	<b>iv</b>
<b>YUDISIUM</b> .....	<b>v</b>
<b>TIM PENGUJI</b> .....	<b>vi</b>
<b>PENGESAHAN PROMOTOR</b> .....	<b>vii</b>
<b>NOTA DINAS</b> .....	<b>viii</b>
<b>ABSTRAK</b> .....	<b>xiii</b>
<b>PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN</b> .....	<b>xix</b>
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	<b>xxiii</b>
<b>DAFTAR ISI</b> .....	<b>xxv</b>
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	<b>xxx</b>
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	<b>xxxii</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
A. Latar Belakang .....	1
B. Rumusan Masalah.....	25
C. Tujuan Penelitian .....	26
D. Manfaat Penelitian .....	28
1. Secara Teoritis .....	28
2. Secara Praktis .....	29
E. Orisinalitas Penelitian.....	29
F. Sistematika Penulisan .....	30
<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA</b> .....	<b>33</b>
A. LANDASAN TEORI.....	33
1. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter.....	33
2. Kebijakan Moneter Jalur Harga Aset.....	35
a. Kebijakan Moneter Aktif .....	38
b. Kebijakan Moneter Pasif .....	39
3. Ekonomi Keuangan dalam Islam.....	43
4. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter dalam Islam.....	45

5. Determinan Harga Aset .....	47
6. Gelembung Perekonomian.....	49
a. Definisi Gelembung ( <i>Bubble</i> ).....	49
b. Klasifikasi <i>Bubbles</i> .....	49
7. Gelembung Harga Aset ( <i>Assets Price Bubble</i> )	52
8. Gelembung Harga Perumahan ( <i>Property Price Bubble</i> ) .....	60
B. PENELITIAN TERDAHULU.....	68
C. KERANGKA KONSEPTUAL.....	81
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>83</b>
A. JENIS DAN DESAIN PENELITIAN .....	83
B. Data Penelitian.....	83
C. Definisi Operasional Variabel Penelitian .....	83
D. Alat Analisis .....	91
1. Deteksi Terjadinya <i>Assets Price Bubble</i> .....	92
a. Deteksi <i>bubble</i> dengan Uji PWY (SADF Test) .....	96
b. Deteksi <i>bubble</i> dengan Uji PSY (GSADF Test) .....	96
2. <i>Granger Causality Test</i> .....	97
3. <i>Structural Vector Autoregression (SVAR)</i> .....	98
a. Model SVAR, Restriksi dan Identifikasi .....	103
b. Uji Stasioneritas .....	105
c. Pemilihan <i>Lag Optimum</i> .....	105
d. Uji Stabilitas VAR.....	106
e. <i>Impulse Response Function</i> .....	106
f. <i>Forecast Error Variance Decomposition</i> ....	107
<b>BAB IV HASIL ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN .</b>	<b>109</b>
A. DESKRIPSI DATA PENELITIAN.....	107
1. BI Rate .....	101
2. Sertifikat Bank Indonesia Syariah .....	112
3. <i>Money Asset</i> .....	114
4. Pembiayaan .....	115

5. Ekuivalensi Tingkat Bagi Hasil Pembiayaan....	116
6. Investasi Asing.....	117
7. Indeks Harga Saham Gabungan.....	118
8. Indeks Harga Saham Syariah.....	119
9. Obligasi.....	121
10. Indeks Harga Properti Residensial .....	122
11. Emas .....	123
12. Inflasi .....	124
13. Indeks Produksi Industri.....	125
B. DETEKSI ASSETS PRICE BUBBLE .....	126
1. Statistik Deskriptif.....	126
2. Deteksi Gelembung Harga Aset .....	129
a. Indeks Harga Saham Gabungan.....	130
b. Indeks Harga Saham Syariah.....	135
c. Obligasi.....	139
d. Indeks Harga Properti Residensial.....	142
e. Emas.....	146
C. MEKANISME TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER SYARIAH DI INDONESIA .....	153
1. Estimasi Model Structural VAR (SVAR).....	153
a. Uji Stasioneritas Data .....	155
b. Uji Panjang Kelambanan Optimal .....	156
c. Uji Kausalitas Granger Bivariate.....	158
d. Hasil Estimasi Model Structural VAR (SVAR) .....	159
e. Uji Stabilitas .....	160
f. Kausalitas Granger dalam Model Multivariate.....	162
2. Analisis Impulse Response .....	168
a. Respon Variabel Moneter Syariah terhadap BI rate dan SBIS .....	169
b. Respon Variabel Harga Aset terhadap BI rate dan SBIS .....	174
1. Harga Aset terhadap BI Rate .....	174
2. Harga Aset terhadap SBIS .....	179

c.	Respon Variabel Harga Aset terhadap Aliran Modal Asing .....	181
d.	Respon INF dan IPI terhadap BI rate dan SBIS .....	186
e.	Respon INF dan IPI terhadap Variabel Moneter Syariah.....	190
f.	Respon INF dan IPI terhadap Variabel Harga Aset .....	193
D.	KEBIJAKAN BI DALAM MERESPON PERUBAHAN HARGA ASET (ADAKAH TEORI <i>LAW AGAINST THE WIND?</i> ) .....	196
1.	Impulse Respon BI rate terhadap Harga Aset...	196
2.	Impulse Respon SBIS rate terhadap Harga Aset.....	197
E.	PERAN PERBANKAN SYARIAH DALAM VOLATILITAS DAN PEMBENTUKAN GELEMBUNG HARGA ASET .....	209
1.	Impulse Respon MASET rate terhadap Harga Aset.....	209
2.	Impulse Respon FIN terhadap Harga Aset .....	210
3.	Impulse Respon RFIN terhadap Harga Aset.....	211
4.	Impulse Respon Harga Aset terhadap MASET	214
5.	Impulse Respon Harga Aset terhadap FIN .....	216
6.	Impulse Respon Harga Aset terhadap RFIN.....	218
7.	Asset Price Bubble dalam Perspektif Islam.....	220
F.	ANALISIS VARIANCE DECOMPOSITION.....	227
<b>BAB V</b>	<b>PENUTUP</b> .....	<b>237</b>
A.	Kesimpulan.....	237
B.	Implikasi Teoritis.....	242
C.	Implikasi Kebijakan.....	243
D.	Keterbatasan Penelitian .....	245
E.	Saran-Saran.....	246

**DAFTAR PUSTAKA ..... 249**  
**LAMPIRAN..... 259**  
**DAFTAR RIWAYAT HIDUP..... 287**



## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Faktor-faktor yang mempengaruhi <i>assets price bubble</i> .....	63
Tabel 2.2	Hubungan Kebijakan Moneter dan Harga Aset..	74
Tabel 3.1	Definisi Operasional Variabel .....	83
Tabel 4.1	Statistik Deskriptif .....	110
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif Harga Aset .....	127
Tabel 4.3	Hasil Uji RTADF IDX.....	130
Tabel 4.4	Date-Stamping Procedure IDX .....	133
Tabel 4.5	Hasil Uji RTADF IDXS .....	135
Tabel 4.6	Date-Stamping Procedure IDS .....	137
Tabel 4.7	Hasil Uji RTADF BOND .....	139
Tabel 4.8	Date-Stamping Procedure BOND.....	140
Tabel 4.9	Hasil Uji RTADF HPI .....	142
Tabel 4.10	Date-Stamping Procedure HPI .....	144
Tabel 4.11	Hasil Uji RTADF GOLD.....	146
Tabel 4.12	Date-Stamping Procedure GOLD.....	148
Tabel 4.13	Hasil Uji Stasioneritas Data.....	156
Tabel 4.14	Uji Kelambanan Optimal.....	157
Tabel 4.15	Hasil Uji Kausalitas Granger Bivariate .....	158
Tabel 4.16	Matriks SVAR dengan Restriksi .....	159
Tabel 4.17	Hasil Estimasi Structural VAR.....	160
Tabel 4.18	Uji Stabilitas .....	162
Table 4.19	Uji Block Exogeneity Wald Variabel BI Rate.....	162
Tabel 4.20	Uji Block Exogeneity Wald Variabel SBIS .....	163
Tabel 4.21	Uji Block Exogeneity Wald Variabel MASET ....	163
Tabel 4.22	Uji Block Exogeneity Wald Variabel FIN .....	163
Tabel 4.23	Uji Block Exogeneity Wald Variabel RFIN.....	164
Tabel 4.24	Uji Block Exogeneity Wald Variabel FCAP.....	164
Tabel 4.25	Uji Block Exogeneity Wald Variabel IDX.....	165
Tabel 4.26	Uji Block Exogeneity Wald Variabel IDXS.....	165
Tabel 4.27	Uji Block Exogeneity Wald Variabel BOND.....	166
Tabel 4.28	Uji Block Exogeneity Wald Variabel HPI .....	166
Tabel 4.29	Uji Block Exogeneity Wald Variabel GOLD.....	167

Tabel 4.30	Uji Block Exogeneity Wald Variabel INF .....	167
Tabel 4.31	Uji Block Exogeneity Wald Variabel IPI.....	168
Tabel 4.32	Dekomposisi Variasi BI Rate .....	227
Tabel 4.33	Dekomposisi Variasi SBIS .....	228
Tabel 4.34	Dekomposisi Variasi MASET .....	226
Tabel 4.35	Dekomposisi Variasi FIN .....	229
Tabel 4.36	Dekomposisi Variasi RFIN.....	229
Tabel 4.37	Dekomposisi Variasi FCAP.....	230
Table 4.38	Dekomposisi Variasi IDX.....	230
Tabel 4.39	Dekomposisi Variasi IDXS .....	231
Tabel 4.40	Dekomposisi Variasi BOND .....	232
Tabel 4.41	Dekomposisi Variasi HPI .....	232
Tabel 4.42	Dekomposisi Variasi GOLD.....	233
Tabel 4.43	Dekomposisi Variasi INF .....	234
Tabel 4.44	Dekomposisi Variasi IPI.....	235



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Jalur Harga Aset.....	36
Gambar 2.2	Kerangka Konseptual Penelitian.....	81
Gambar 3.1	Ilustrasi prosedur Rolling ADF.....	95
Gambar 3.2	Ilustrasi prosedur Supreme ADF (SADF) .....	97
Gambar 3.3	Ilustrasi prosedur General Supreme ADF (GSADF) .....	94
Gambar 4.1	Data Perkembangan BI Rate Bulanan.....	111
Gambar 4.2	Perkembangan SBIS Bulanan dan Tahunan.....	113
Gambar 4.3	Perkembangan MASET Bank Syariah Bulanan dan Tahunan.....	114
Gambar 4.4	Perkembangan Pembiayaan Bulanan dan Tahunan.....	116
Gambar 4.5	Perkembangan RFIN Bulanan dan Tahunan.....	117
Gambar 4.6	Perkembangan Investasi Asing Bulanan dan Tahunan.....	115
Gambar 4.7	Perkembangan IDX Bulanan dan Tahunan.....	118
Gambar 4.8	Perkembangan IDXS Bulanan dan Tahunan.....	120
Gambar 4.9	Perkembangan Tingkat <i>Return</i> Obligasi Bulanan dan Tahunan.....	121
Gambar 4.10	Perkembangan HPI Bulanan dan Tahunan.....	122
Gambar 4.11	Perkembangan GOLD Bulanan dan Tahunan.....	123
Gambar 4.12	Perkembangan INF Bulanan dan Tahunan.....	124
Gambar 4.13	Perkembangan SBIS Bulanan dan Tahunan.....	126
Gambar 4.14	Date-stamping <i>bubble</i> IDX .....	132
Gambar 4.15	Date-stamping <i>bubble</i> IDXS .....	137
Gambar 4.16	Date-stamping <i>bubble</i> BOND .....	141
Gambar 4.17	Date-stamping <i>bubble</i> HPI.....	144
Gambar 4.18	Date-stamping <i>bubble</i> GOLD .....	148
Gambar 4.19	Uji Stabilitas.....	148
Gambar 4.20	Impulse Response Variabel Moneter Syariah terhadap BI Rate dan SBIS.....	169
Gambar 4.21	Impulse Response Harga Aset terhadap BI Rate .....	174



Gambar 4.22	Impulse Response Harga Aset terhadap SBIS ....	179
Gambar 4.23	Impulse Response Harga Aset terhadap FCAP...	181
Gambar 4.24	Impulse Response INF dan IPI terhadap BI Rate dan SBIS .....	186
Gambar 4.25	Impulse Response INF dan IPI terhadap Variabel Moneter Syariah .....	190
Gambar 4.26	Impulse Response INF terhadap Harga Aset .....	193
Gambar 4.27	Impulse Response IPI terhadap Harga Aset.....	194
Gambar 4.28	Impulse Response BI Rate terhadap Harga Aset .....	196
Gambar 4.29	Impulse Response SBIS terhadap Harga Aset ....	197
Gambar 4.30	Impulse Response MASET terhadap Harga Aset .....	209
Gambar 4.31	Impulse Response FIN terhadap Harga Aset .....	210
Gambar 4.32	Impulse Response RFIN terhadap Harga Aset....	211
Gambar 4.33	Impulse Response Harga Aset terhadap MASET .....	214
Gambar 4.34	Impulse Response Harga Aset terhadap FIN .....	216
Gambar 4.35	Impulse Response Harga Aset terhadap RFIN....	218



# BAB I

## PENDAHULUAN

### A. LATAR BELAKANG

Perbankan mempunyai peran penting meminimalisir biaya transaksi dan informasi asimetris serta mendistribusikan risiko. Perbankan berfungsi sebagai lembaga intermediasi dimanfaatkan secara optimal dalam perekonomian oleh masyarakat baik yang surplus maupun defisit dana<sup>1</sup>. Perekonomian sebagai aktivitas produktif sangat tergantung pada dunia perbankan baik sektor barang maupun jasa. Kredit ditujukan untuk produksi, konsumsi dan spekulasi, hanya kredit untuk produksi yang mengarah pada pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) aktual dengan meningkatkan kuantitas barang dan jasa. Kredit untuk konsumsi meningkatkan PDB tetapi melalui inflasi dan bukan pertumbuhan riil. Kredit untuk transaksi keuangan meningkatkan jumlah uang di pasar, menyebabkan inflasi aset dan bukan bagian dari PDB. Interaksi yang memperkuat sektor keuangan disebut sebagai mekanisme *financial accelerator* (Kashyap dan Stein (2000)<sup>2</sup>, Stiglitz dan Akerlof (2007),<sup>3</sup> Bernanke, Gertler dan Gilchrist (1996)<sup>4</sup> dan Kiyotaki dan Moore (1997),<sup>5</sup> Salah satu masalah penting bagi bank sentral adalah apakah harus menanggapi harga aset untuk menstabilkan inflasi dan variabilitas output.

Masalah kebijakan moneter dan harga aset telah mendapat perhatian bank sentral dalam menghadapi tantangan dari ayunan

---

<sup>1</sup> Frederic S Mishkin, "Prudential supervision: Why is it important and what are the issues?". *NBER Working Paper* No. 7926. (2000).

<sup>2</sup> Anil K. Kashyap and Jeremy C. Stein, "What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?," *American Economic Review* (2000).

<sup>3</sup> Joseph Stiglitz and George Akerlof, "Ben S Bernanke: The Financial Accelerator and the Credit Channel," *Review Literature And Arts Of The Americas* (2007).

<sup>4</sup> Ben Bernanke, Mark Gertler, and Simon Gilchrist, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality," *Review of Economics and Statistics* (1996).

<sup>5</sup> Nobuhiro Kiyotaki and John Moore, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy* (1997).

besar berbagai jenis harga aset. Pencapaian tingkat inflasi yang rendah dan stabil tidak secara bersamaan membawa harga aset yang stabil. Selama beberapa dekade terakhir, dengan keyakinan bahwa pasar ekuitas mendorong akumulasi dan alokasi modal, banyak negara berkembang menjalankan kebijakan publik melalui pembangunan kerangka peraturan dan pengembangan kelembagaan. Pasar ekuitas yang berfungsi baik dan tumbuh dapat menyalurkan dana dari penabung (pemegang saham) kepada peminjam (perusahaan) untuk investasi produktif, dengan demikian memacu pertumbuhan ekonomi.<sup>6</sup>

Kebijakan konvensional menunjukkan harga aset yang melonjak dan kemudian runtuh merupakan tanda dari gelembung harga aset (*assets price bubble*) yang akan memiliki konsekuensi penting bagi output dan inflasi. Ketika harga aset melonjak, konsumsi meningkat karena kekayaan bertambah dan investasi bisnis meningkat karena biaya modal (*cost of capital*) turun. Dalam lingkungan seperti itu, otoritas moneter yang tertarik untuk menjaga inflasi stabil umumnya akan memperketat kebijakan karena harga aset naik dan kebijakan longgar saat harga aset turun. Ketidakseimbangan dalam bidang keuangan versus riil diawali dengan tindakan spekulasi investor pada pasar primer (*property*), pasar sekunder (*capital market*), maupun pasar uang (*money market*).

Fokus kebijakan moneter akan melihat apakah proses kebijakan memiliki peran signifikan terhadap ekonomi riil. Proses peranan dalam mempengaruhi sektor riil tersebut ditunjukkan melalui mekanisme transmisinya.<sup>7</sup> Mekanisme transmisi kebijakan moneter menjelaskan proses bekerjanya kebijakan moneter yang diambil oleh otoritas moneter (Bank Indonesia) dapat mempengaruhi aktivitas perekonomian dan keuangan. Pertanyaan muncul sebagaimana dikemukakan Bernanke dan Blinder, dapatkah kebijakan moneter

---

<sup>6</sup> Turkhan Ali, Abdul Manap, and Mohd Azmi, "Speculative Rational Bubbles : Asset Prices in GCC Equity Markets" 3, no. 1 (2014): 1–12.

<sup>7</sup> Perry Warjiyo et al., *Seri kebanksentralan: kebijakan moneter di Indonesia* (Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) BI, 2003) .

mempengaruhi perekonomian aktual dan harga. Apabila ya, jalur apa dalam mekanisme transmisi tersebut yang bekerja terhadap ekonomi riil dan harga dengan optimal.<sup>8</sup>

Pasar saham yang efisien, harga sahamnya memberikan sinyal akurat untuk alokasi sumber daya yang optimal berdasarkan utilitas investasi dan faktor risiko fundamental. Pada umumnya negara dengan pasar modal mapan menikmati pertumbuhan ekonomi dan standar hidup yang tinggi. Perusahaan akan mulai berinvestasi lebih banyak pada instrumen keuangan dan akuisisi keuangan (seperti pembelian kembali saham) dan lebih sedikit pada investasi fisik dan produktif (seperti mesin baru atau riset dan pengembangan). Keberadaan *financial accelerator* dan substitusi investasi (dari sektor riil ke sektor keuangan), semakin banyak bagian kredit baru akan disalurkan ke investasi keuangan yang memberikan tekanan lebih lanjut pada harga aset keuangan, yang pada gilirannya akan memperluas kapasitas pinjaman.

Finansialisasi ekonomi yang meningkat, transaksi keuangan yang lebih dominan akan meningkatkan ketergantungan perusahaan terhadap pendapatan yang direalisasikan melalui saluran keuangan semakin memarjinalkan peran ekonomi riil dan menyebabkan ketidaksetaraan pendapatan dalam pertumbuhan. Kenaikan tajam harga aset diartikan sebagai *bubble* karena pergerakan harga aset tidak dapat dijelaskan secara fundamental.<sup>9</sup> Menurut Blanchard and Watson (1982), munculnya *economic bubble* dikarenakan tidak adanya substitusi suatu aset, sehingga permintaannya menjadi sangat tinggi dan mempengaruhi harga serta meningkatkan ekuilibrium rata-rata *rate of return* nya.<sup>10</sup> Pengalaman negara-negara yang mengalami krisis keuangan dalam sejarah, mulai menyoroti pentingnya

---

<sup>8</sup> Ben S . Bernanke ; Alan S . Blinder, "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," *The American Economic Review*, No 82, no. 4 (Sep, 2007): 901–921.

<sup>9</sup> P. M. Garber, "Famous First Bubbles." *Journal of Economic Perspectives*, 4 (1990):35–54.

<sup>10</sup> O. M Blanchard, & Watson, "Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets," *Crises in the economic and financial structure* (1982).

kebijakan makroekonomi, keuangan, dan peraturan yang baik sehingga mengidentifikasi dan mendeteksi gelembung (*bubble detection*) menjadi perhatian utama dalam literatur dan kebijakan ekonomi dewasa ini.

Bernanke dan Gertler (2000) mulai mengkaji tentang implikasi dari gelembung harga aset terhadap kebijakan moneter. Bernanke, Gertler, dan Gilchrist (1996) memasukkan gelembung aset eksogen ke dalam model akselerator keuangan. Gelembung secara eksogen ditentukan oleh aturan probabilistik sederhana, membesar hingga meletus, tetapi nilai diskon yang diharapkan dari gelembung tersebut meluruh seiring waktu.<sup>11</sup> Ketika gelembung pecah, harga aset segera kembali ke nilai fundamental. Cecchetti dkk. (2000) mensimulasikan model ini di bawah aturan kebijakan moneter alternatif, tetapi kedua artikel tersebut mencapai kesimpulan yang sangat berbeda tentang kebijakan moneter yang optimal.<sup>12</sup> Bernanke dan Gertler menyimpulkan bahwa kebijakan terbaik adalah fokus secara agresif pada inflasi dan mengabaikan harga aset, sementara Cecchetti dkk. menyatakan bahwa dalam sebagian besar kasus, tingkat suku bunga optimal untuk menanggapi kesalahan harga aset.

Alasan utama untuk kesimpulan yang berbeda ini karena Cecchetti dkk. mencari respons kebijakan yang optimal untuk gelembung tertentu, sedangkan Bernanke dan Gertler hanya mempertimbangkan aturan kebijakan yang parameternya ditentukan secara eksogen. Apabila otoritas moneter dapat membedakan dengan jelas antara pergerakan fundamental dan non fundamental dalam harga aset, maka aturan kebijakan yang memasukkan harga aset kemungkinan besar akan optimal. Apabila perbedaan seperti itu sulit diidentifikasi, maka penerapan kebijakan tidak akan mungkin dilakukan.

---

<sup>11</sup> Bernanke, Gertler, and Gilchrist, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality."

<sup>12</sup> Geneva Reports and World Economy, "Geneva Reports on the World Economy 2" (n.d.).

Terdapat hubungan erat antara likuiditas dan *bubble*, pertumbuhan likuiditas dan harga aset berkelanjutan selama fase *boom* akan menciptakan *capital gain* yang dengan mudah membayar kembali pembayaran bunga dan membuat investasi keuangan tampak aman dan menguntungkan, sehingga mengurangi perkiraan kemungkinan gagal bayar (*default*), premi risiko, dan biaya akses ke dana eksternal. Karena berinvestasi di pasar yang bergairah akan menghasilkan *capital gain* yang tinggi dan konsisten, semakin banyak investasi akan diarahkan kembali dari sektor riil ke sektor keuangan. Selama periode ini, persaingan antar bank akan mendorong peningkatan rasio utang (*leverage*) keuangannya. Interaksi para pelaku di pasar modal terjadi karena pergerakan dalam portofolio investasi khususnya surat-surat berharga (*commercial papers*). Perubahan suku bunga, *return*, volume transaksi, likuiditas dan nilai tukar dapat mempengaruhi fluktuasi harga dan volume transaksi saham maupun obligasi. Naiknya suku bunga di pasar uang, maka akan mengakibatkan harga saham dan obligasi akan turun di pasar modal, sebaliknya turunnya tingkat bunga di pasar, maka harga saham dan obligasi akan menaik di pasar modal.<sup>13</sup>

Fungsi perbankan dapat juga mempengaruhi perkembangan pasar modal, apabila tingkat bunga turun, investor akan mengalihkan simpanan di perbankan kemudian dialokasikan dalam portofolio di pasar modal dan berlaku pula sebaliknya. Pada sisi lainnya, dunia usaha tidak hanya mencari sumber pembiayaannya dari kredit perbankan namun juga dari penerbitan saham dan atau obligasi. Ketika tingkat bunga pinjaman tinggi atau perbankan membatasi kredit, investor akan mengalihkan sumber pembiayaannya ke pasar modal.

Salah satu kriteria fundamental dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal adalah tingkat harga saham. Apabila indeks harga secara akurat menunjukkan informasi tentang tren variabel dasar yang akan datang, kemudian dapat digunakan sebagai variabel

---

<sup>13</sup> Donald L. Kemmerer, Milton L. Stokes, and Carl T. Arlt, Money, "Banking and the Financial System.," *The Journal of Finance*, vol. 10, (1955).

utama untuk memprediksi fluktuasi kegiatan ekonomi. Harga aset efektif pada alokasi aktual perekonomian sehingga penting untuk memahami keadaan ketika harga aset menyimpang dari nilai fundamentalnya. Harga aset seringkali mengalami *bubble* yang mengakibatkan distorsi dan instabilitas perekonomian, sehingga kebijakan moneter perlu merespon harga aset.

Hubbard dan O'Brian (2012) menyatakan secara konsep dan empirik kajian literatur menerangkan kebijakan moneter seharusnya *lean against the wind* (LATW), yakni meningkatkan tingkat bunga (kontraksi) melampaui tingkat yang dibutuhkan ketika terjadi potensi *bubble* untuk menjaga stabilitas harga jangka pendek maupun menurunkannya (ekspansi) pada saat terjadi potensi *burst*.<sup>14</sup> Harga aset memiliki nilai fundamental dan komponen *bubble* (meskipun nilai komponennya nol). Adanya gelembung harga aset dapat mengurangi efisiensi pengalokasian sumber daya keuangan untuk proses produksi ekonomi. Selama ini masih terdapat research gap kebijakan moneter dan harga aset. Penelitian empiris belum menunjukkan hubungan yang pasti (*reliable*) antara perubahan kebijakan moneter dan harga aset.

Adanya kesulitan dalam mengidentifikasi gelembung harga, kebijakan moneter dapat ditempuh untuk meredam dampak buruk setelah gelembung pecah, artinya sebagai instrumen kebijakan tetap diperlukan sebagaimana penelitian Bean (2003)<sup>15</sup>, Bernanke dan Gertler (2001)<sup>16</sup>, Bordo dkk. (2003)<sup>17</sup>, Gertler (1999)<sup>18</sup>, Bordo dan

---

<sup>14</sup> R Glenn Hubbard, and Anthony Patrick O'Brian, *Money, banking, and the financial system*, 1<sup>st</sup> edition, (Prentice Hall publisher, 2012).

<sup>15</sup> Charles Bean, "Asset Prices , Financial Imbalances and Monetary Policy : Are Inflation Targets Enough ?," no. 140 (2003).

<sup>16</sup> Ben S Bernanke and Mark Gertler, "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?," *american economic review* 91, no. 2 (2001): 253–257.

<sup>17</sup> Michael D Bordo, Michael J Dueker, and David C Wheelock, "Aggregate Price Shocks and Financial Instability : A Historical Analysis" (2001).

<sup>18</sup> Mark Gertler, "Asset Price Volatility and Monetary Policy" (n.d.).



Wheelock (2004)<sup>19</sup>, Filardo (2011)<sup>20</sup> dan Roubini (2006)<sup>21</sup>. Beberapa kajian menyebutkan bahwa bank sentral tidak menggunakan harga aset saja sebagai informasi tambahan untuk memperkirakan besaran inflasi dan output, tetapi sebagai instrumen respon kebijakan moneter juga (Cecchetti dkk., 2000<sup>22</sup>; Borio dan Lowe, 2002<sup>23</sup>; Filardo, 2005<sup>24</sup>).

Perubahan kebijakan tingkat bunga bank sentral dibutuhkan guna menyesuaikan deviasi harga aset yang berpotensi membentuk *bubble*. Penelitian Akram dkk. (2007) menunjukkan perubahan kebijakan moneter yang mengakomodir perubahan harga properti dan nilai saham menghasilkan kinerja ekonomi makro yang lebih baik.<sup>25</sup> Kontonikas dan Mantagnoli (2005) berpendapat kebijakan moneter seharusnya merespon adanya perubahan, pergerakan dan sumber perubahan harga aset dari harga fundamentalnya dalam transmisi kebijakan moneter.<sup>26</sup> Untuk lebih mengeksplorasi apakah kebijakan moneter harus merespon harga aset, Filardo (2000) memasukkan gelembung harga aset dan menyelidiki karakteristik kebijakan moneter yang optimal. Disamping itu, harga saham juga dapat digunakan sebagai indikator terutama untuk target inflasi (Saxton, 2003).<sup>27</sup>

---

<sup>19</sup> Michael D Bordo and David C Wheelock, "Monetary Policy and Asset Prices : A Look Back at Past U. S. Stock Market Booms" 86, no. December (2004): 19–44.

<sup>20</sup> Andrew J. Filardo, "Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating the Monetary Policy Trade-Offs," *SSRN Electronic Journal*, no. 155 (2011).

<sup>21</sup> Nouriel Roubini, "Why Central Banks Should Burst Bubbles Å" (2006): 87–107.

<sup>22</sup> Stephen G. Cecchetti, Hans Genberg, John Lipsky, & Sushil Wadhvani, "Asset Prices and Central Bank Policy," *Geneva Report on the World Economy* 2. (2000)

<sup>23</sup> Claudio Borio and Philip Lowe, "Asset Prices , Financial and Monetary Stability : Exploring the Nexus," no. 114 (2002).

<sup>24</sup> Andrew J. Filardo, "Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Some Experimental Results," *SSRN Electronic Journal* (2005).

<sup>25</sup> Q Farooq, "Www.Econstor.Eu" (2007).

<sup>26</sup> Alexandros Kontonikas and Alberto Montagnoli, "Optimal Monetary Policy and Asset Price Misalignments" (n.d.): 1–24.

<sup>27</sup> Vice Chairman, "Monetary Policy and Asset Prices," no. April (2003).

Menurut Katrin dan Gerlach (2009) dampak kebijakan moneter terhadap harga aset mengikuti teori *lean against* terutama pada harga saham dan properti.<sup>28</sup> Kholodilin dkk. (2009) dengan menggunakan pendekatan Rigobon dan Sack (2004) menemukan hubungan heterogenitas antara kebijakan moneter dan harga saham, naiknya suku bunga acuan European Central Bank (ECB) berdampak negatif pada indeks harga saham gabungan, artinya terdapat hubungan negatif antara perubahan kebijakan dan *return* saham.<sup>29</sup> Sedangkan Alessi dan Kerssenfischer (2016) menambahkan *return* saham terhadap kebijakan moneter lebih besar dan cepat dengan model SVAR skala kecil.<sup>30</sup> Fausch dan Sigonius (2018) dengan model *threshold* VAR menunjukkan hubungan negatif antara harga aset dan kebijakan moneter Bank Sentral Eropa.<sup>31</sup> Kebijakan moneter Bank Sentral Eropa mungkin dapat digunakan untuk mengoreksi *asset mispricing* karena adanya *inverse relationship* antara tingkat bunga acuan dan indeks pasar modal.<sup>32</sup> Peran harga aset dalam kebijakan moneter dengan hasil yang serupa juga telah dilakukan oleh Ball (1999),<sup>33</sup> Batini dan Haldane (1999),<sup>34</sup> Svensson (2000),<sup>35</sup> Walsh

---

<sup>28</sup> Katrin Assenmacher-wesche and Stefan Gerlach, "Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices" 1 (2009).

<sup>29</sup> Konstantin Kholodilin et al., "Assessing the Impact of the ECB's Monetary Policy on the Stock Markets: A Sectoral View," *Economics Letters* 105, no. 3 (2009): 211–213, <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2009.08.006>.

<sup>30</sup> Lucia Alessi and Mark Kerssenfischer, "Working Paper Series to Monetary Policy Shocks :," no. 1967 (2016).

<sup>31</sup> Jürg Fausch and Markus Sigonius, "The Impact of ECB Monetary Policy Surprises on the German Stock Market," *Journal of Macroeconomics* 55 (2018): 46–63.

<sup>32</sup> R E M Working and Paper Series, "The Interaction Between Conventional Monetary Policy and Financial Stability : Chile , Colombia, Japan, Portugal and the UK Zoë Venter REM Working Paper 096-2019 REM – *Research in Economics and Mathematics*" (2019).

<sup>33</sup> Laurence Ball, *Policy Rules for Open Economies, Monetary Policy Rules*, vol. Monetary P, 1999, <http://www.nber.org/chapters/c7415>.

<sup>34</sup> Nicoletta Batini and Andrew Haldane, "Forward-Looking Rules for Monetary Policy," *SSRN Electronic Journal*, vol. I, 2005.

<sup>35</sup> Lars E.O. Svensson, "Open-Economy Inflation Targeting," *Journal of International Economics* 50, no. 1 (2000): 155–183.

(2003),<sup>36</sup> Woodford (2000),<sup>37</sup> dan Borio dan Lowe (2002).<sup>38</sup> Cooley dan Quadrini (1999a) mengembangkan model *stochastic general equilibrium* dinamis untuk mempelajari pentingnya faktor keuangan dalam keputusan perusahaan dan mekanisme transmisi, dimana 1 persen perubahan kontraksi kebijakan moneter menurunkan indeks pasar modal hampir 0,2 persen.<sup>39</sup> Chami, Cosimano dan Fullerkamp (1999) berpendapat adanya jalur pasar modal daripada jalur tingkat bunga dan jalur pinjaman bank. Menurutnya inflasi karena kebijakan moneter ekspansif akan mengurangi aset riil perusahaan.<sup>40</sup> Bordo dan Jeanne (2002) mengatakan kebijakan moneter mendorong kinerja ekonomi makro dengan perannya terhadap perubahan harga aset, deviasi inflasi dan output gap.<sup>41</sup>

Bernanke dan Gertler (2001)<sup>42</sup> dan Bean (2003)<sup>43</sup> menyatakan bahwa tingkat bunga harus ditetapkan hanya untuk merespon *inflation gap* dan *output gap*. Disamping karena harga aset cukup volatil, sulit mengidentifikasi pergerakannya, sehingga kebijakan moneter yang terlalu aktif justru akan menyebabkan destabilitas. Mishkin dan White (2002) berpendapat fluktuasi harga aset yang terjadi tidak berkaitan dengan kebijakan moneter baik secara

---

<sup>36</sup> Carl E Walsh, "Discussion of 'Leaning Against the Wind When Credit Bites Back' \*," no. November (2016): 321–336.

<sup>37</sup> Michael Woodford, "Pitfalls of Forward-Looking Monetary Policy," *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 100–109.

<sup>38</sup> Claudio Borio & Phillip Lowe, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus." *BIS Working Paper* No. 114. (2002).

<sup>39</sup> T. F Cooley & V. Quadrini, *Monetary Policy and the Financial Decisions of Firms*, mimeo. (1999a)

<sup>40</sup> Chami R., Cosimano T., F. and Fullerkamp, C. "The Stock Market Channel of Monetary Policy." *IMF working paper*, No. 22. (1999a),.

<sup>41</sup> Bordo M. & O Jeanne, "Boom-busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy." *NBER Working Paper* No. 8966.

<sup>42</sup> Ben S. Bernanke dan Mark L Gertler, "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?." *American Economic Review*, 91. 2 (2001): 253–57.

<sup>43</sup> Charles Bean. "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?." *BIS Working Paper* No.140. (2003).

fundamental riil maupun spekulasi (*animal spirit*).<sup>44</sup> Bank sentral cukup merespon secara tidak langsung perubahan harga aset, dengan tetap fokus pada inflasi dan output. Investor diasumsikan merupakan kelompok yang homogen. Apabila gelembung itu sendiri tidak dipengaruhi secara signifikan oleh LATW, kinerja makroekonomi dapat ditingkatkan apabila kebijakan moneter bereaksi terhadap ketidaksesuaian harga aset.<sup>45</sup>

Sementara itu literatur keuangan perilaku (*behavioral finance*) menunjukkan bahwa heterogenitas perilaku investor mempengaruhi hasil dan menjelaskan anomali pasar saham (Baker dan Nofsinger, 2012;<sup>46</sup> Hong dan Kacperczyk, 2009;<sup>47</sup> Rapach, 2001) dengan data restriksi jangka panjang Amerika Serikat menyatakan dampak shock jumlah uang beredar terhadap harga aset adalah positif.<sup>48</sup> Kumala dkk. (2017) dengan menggunakan persamaan simultan menunjukkan kebijakan moneter ekspansif akan meningkatkan harga aset, sukuk dan SBI mempengaruhi inflasi.<sup>49</sup> Uhrin, dkk. (2016) menunjukkan impulse harga aset merespon positif perubahan kebijakan moneter kontraksi.<sup>50</sup>

---

<sup>44</sup> Frederic S. Mishkin & Eugene N. White, *U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy. Asset Price Bubbles Conference, Federal Reserve Bank of Chicago and The World Bank.* (2002).

<sup>45</sup> Sushil Wadhvani, "Should Monetary Policy Respond To Asset Price Bubbles?" *National Institute Economic Review* No. 206 (October 2008).

<sup>46</sup> H. Kent Baker & John R. Nofsinger, *Behavioral Finance Investor, Corporations, and Markets.* (New Jersey: John Wiley and Sons Inc. 2010).

<sup>47</sup> Harrison Hong & Marcin Kacperczyk, "The price of sin: The effects of social norms on markets." *Journal of Financial Economics*, 93(2009):15–36.

<sup>48</sup> D., E. Rapach, "Macro Shocks and Real Stock Prices," *Journal of Economics and Business, Vol. 53* (2001): 5-26. [https://doi.org/10.1016/S0148-6195\(00\)00037-0](https://doi.org/10.1016/S0148-6195(00)00037-0)

<sup>49</sup> Nikita Kumala, Indi Rosyidi, & Suherman. "Komparasi Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Syariah dan Konvensional Melalui Jalur Harga Aset Terhadap Inflasi di Indonesia." *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* ,4 (10) (2017): 817-832.

<sup>50</sup> Gabor B. Uhrin, & Helmut Herwartz, "Monetary Policy Shocks, Set-identifying Restrictions, and Asset Prices: A Benchmarking Approach for Analyzing Set-identified Models." *Discussion paper* no.295. (2016). Center for European, Governance and Economic Development Research

Dalam sistem moneter saat ini, likuiditas diciptakan oleh kredit yang diberikan perbankan, termasuk sistem perbankan bayangan (*shadow banking*) dan lembaga keuangan lainnya yang berperilaku *de facto* seperti bank. Penciptaan kredit tunduk pada siklus yang sering kali bertepatan dengan siklus aktivitas ekonomi dan harga aset. Dampak likuiditas luar terhadap investasi dan aktivitas ekonomi bergantung pada potensi relatif efek likuiditas dan efek *leverage*. Di sisi permintaan, penimbunan likuiditas yang dilakukan oleh perusahaan memberikan manfaat dari peningkatan penawaran dan penurunan harga likuiditas. Di sisi penawaran, penerbitan sekuritas untuk membiayai investasi membuat rentan terhadap suku bunga tinggi. Peningkatan likuiditas menaikkan suku bunga dan bersaing dengan sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan, sehingga mengurangi *leverage*. Namun, hanya sedikit penelitian yang mencoba secara formal menilai hubungan dinamika likuiditas dan episode *boom* dan *burst* di pasar keuangan.<sup>51</sup>

Dalam model standar gelembung rasional, gelembung hanya dapat terjadi apabila ekonomi tidak efisien secara dinamis sehingga pengujian yang bertujuan untuk mendeteksi inefisiensi dinamis dapat digunakan untuk menentukan apakah gelembung tersebut memungkinkan.<sup>52</sup> Menurut penelitian Abel dkk. (1989), sektor produktif terhenti setidaknya sebanyak yang diinvestasikan menunjukkan bahwa perekonomian efisien secara dinamis.<sup>53</sup> Kemungkinan terjadinya *bubble* ditentukan oleh kondisi suku tingkat bunga yang lebih tinggi daripada tingkat pertumbuhan ekonomi, sesuai dengan Santos dan Woodford (1997),<sup>54</sup> akan tetapi menurut

---

<sup>51</sup> Fulvio Corsi & Didier Sornette, "Follow the money: The monetary roots of bubbles and crashes." *Swiss Finance Institute Research Paper Series* No.11 – 60. (2011).

<sup>52</sup> Jean Tirole, "Asset Bubbles and Overlapping Generations." *Econometrica*, 53(6) (1985): 1499-1528

<sup>53</sup> Andrew Abel, Greg Mankiw, "Lawrence Summers, & Richard Zeckhauser. Assessing dynamic efficiency: Theory and evidence." *Review of Economic Studies*, 56 (1) (1989): 1–19.

<sup>54</sup> M Santos & M. Woodford: "Rational asset pricing bubbles", *Econometrica*, (January 1997).

Farhi dan Tirole (2012) dengan pasar modal yang tidak sempurna, perekonomian dapat menjadi efisien secara dinamis, dan pada saat yang sama, tingkat bunga dapat lebih rendah daripada tingkat pertumbuhan ekonomi karena tingkat pengembalian sosial atas dana internal melebihi tingkat pengembalian dana pinjaman. Oleh karena itu, tingkat pengembalian sosial atas investasi lebih tinggi daripada tingkat bunga pasar ketika pengembalian hanya dapat dijamin secara tidak sempurna sehingga disimpulkan *bubble bias* terjadi meskipun perekonomian berjalan dinamis efisien.<sup>55</sup> Lantas, apakah secara teoritis *bubble* itu ada? masih terdapat keraguan dan perdebatan mengenai keberadaan gelembung harga aset. Para peneliti menghindari istilah *bubble* dan lebih memilih untuk melihat perubahan besar (*wide swing*) dalam harga aset sebagai *boom* dan *burst*, ketidakseimbangan keuangan (*financial imbalances*) atau, dalam perumusan kebijakan, hanya sebuah risiko.

Model *bubble* rasional adalah permulaan yang baik untuk mengidentifikasi fitur utama harga aset yang diasosiasikan sebagai gelembung. Dalam model *forward-looking general equilibrium* yang didasarkan pada perilaku rasional (*rational behavior*) dan cakrawala tak terbatas (*infinite horizons*), gelembung rasional muncul karena sifat ekspektasi yang hanya mencerminkan bahwa hasil ekuilibrium terpenuhi dengan sendirinya (*self-fulfilling equilibrium*). Untuk mengeksplorasi hubungan potensial dari gelembung harga aset dan kebijakan moneter, pada awalnya berguna untuk mengasumsikan bahwa gelembung harga aset ada dan merupakan ciri penting dari ekonomi modern.

Secara alami, jenis gelembung yang relevan untuk kebijakan moneter pada akhirnya merupakan fenomena empiris. Masalah utamanya adalah apakah sesuatu yang menyerupai gelembung teoritis ini dapat ditemukan dalam data. Bagi Kindleberger (2000), gelembung harga aset adalah fitur permanen lingkungan ekonomi

---

<sup>55</sup> Emmanuel Farhi & Jean Tirole, "Bubbly Liquidity". *Review Of Economic Studies*, 79, (2012): 678–706. Doi: 10.1093/Restud/Rdr039



yang muncul karena sifat dan perilaku manusia.<sup>56</sup> Dalam model Minsky (1982), gelembung spekulatif muncul karena faktor eksogen seperti inovasi baru, keputusan politik, liberalisasi keuangan, dan lainnya yang menghadirkan peluang keuntungan baru.<sup>57</sup>

Sejak krisis global dalam sektor keuangan yang awalnya dipicu krisis *subprime mortgage* di Amerika sehingga beberapa lembaga keuangan mengalami kebangkrutan besar karena persoalan likuiditas dan penurunan nilai aset, konsentrasi kajian mulai beralih ke harga aset perumahan, setelah sebelumnya lebih banyak saham.<sup>58</sup> Finocchiaro dan Heideken (2007) menjelaskan harga aset perumahan mempunyai dampak yang lebih rentan daripada harga aset lainnya terhadap perekonomian.<sup>59</sup> Perubahan harga rumah akan mempengaruhi pengeluaran agregat rumah tangga karena salah satu porsi aset terbesar bank adalah rumah, yang digunakan bank sebagai aset jaminan. Selain itu harga perumahan dapat memprediksi tingkat inflasi dan output yang lebih baik dibandingkan menggunakan saham sebagai indikatornya.

Bagaimana mekanisme transmisi kebijakan moneter juga menarik untuk dikaji di Indonesia. Dalam Undang Undang no. 23 tahun 1999,<sup>60</sup> kemudian di amandemen menjadi Undang Undang no. 3 tahun 2004,<sup>61</sup> Bank Indonesia mengemban tugas untuk menjaga stabilitas nilai mata uang rupiah, baik stabilitas internal (harga) dan stabilitas eksternal (kurs). Bank syariah memiliki sifat dan komposisi

---

<sup>56</sup> Charles P Kindleberger, Robert Z Aliber, and John Wiley, *Manias, Panics, and Crashes*, n.d.

<sup>57</sup> H Minsky, "Can 'it' happen again?," *Essays on Instability and Finance*, Armonk: M E Sharpe. (1982). <https://doi.org/10.2307/1240627>

<sup>58</sup> M Kabir Hassan and New Orleans, "The Global Financial Crisis and Islamic Finance" (n.d.).

<sup>59</sup> Daria Finocchiaro & VQ Heideken, "Do Central Banks React to House Prices?," *Journal of money credit and banking*.45(8) (2007). DOI:10.2139/ssrn.1077538.

<sup>60</sup> Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1999 Nomor 3843. Jakarta.

<sup>61</sup> Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 3 Tahun 2004 Perubahan Atas Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 23 Tahun 1999 Tentang Bank Indonesia. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1999 Nomor 4357. Jakarta.

yang berbeda dalam aset dan kewajiban bank. Oleh karena itu, berdasarkan fitur unik kontrak (akad) dan motivasi dari lembaga keuangan Islam, Kaleem dan Isa (2006), Sukmana dan Kassim (2010)<sup>62</sup>, dan Zaheer, Hardianto (2004), Ongena dan Wijnbergen (2013)<sup>63</sup> menggunakan data-data agregat pada perbankan Islam meneliti respon pembiayaan Islam terhadap kebijakan moneter. Sebagian besar studi tersebut telah mendokumentasikan bahwa terdapat potensi gap untuk mengeksplorasi respon data mikroekonomi bank syariah terhadap guncangan kebijakan moneter.

Instrumen kebijakan moneter harus mempengaruhi kedua jenis perbankan konvensional dan syariah untuk meningkatkan perekonomian. Oleh karena itu, perlu ditelusuri apakah bank syariah menghambat atau mengintensifkan mekanisme transmisi kebijakan moneter. Namun, hingga saat ini masih kurang dipahami tentang peran relatif perbankan syariah dalam proses mekanisme transmisi yang berjalan dengan kebijakan moneter. Indonesia telah menerapkan *dual banking system* secara *de jure* sejak diterbitkannya UU Perbankan tahun 1998, ketika bank konvensional dengan sistem tingkat suku bunga (*interest rate system*) dan bank syariah dengan sistem bagi hasil atau sistem bebas bunga (*profit and loss sharing system*) dapat beroperasi bersama. Dalam hal kebijakan, dengan dikeluarkannya UU Bank Indonesia tahun 1999, Bank Indonesia dapat merumuskan kebijakan moneter konvensional dan syariah secara simultan.

Mirakhor mendefinisikan bahwa *Islamic financial system as one in which there are no risk free assets and where all financial agreements are based on risk and profit and loss sharing*.<sup>64</sup> Aset

---

<sup>62</sup> R Sukmana & SH Kassim, "Roles of the Islamic Banks in the Monetary Transmission in Malaysia." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 3Iss (2010): 1.

<sup>63</sup> S. Zaheer, S. Ongena, & S. J. Wijnbergen. "The Transmission of Monetary Policy Through Conventional and Islamic Banks." *Journal of Central Banking*, 9(4) (2013): 175-224.

<sup>64</sup> Abdul-Razzaq A Alaro & Mobolaji Hakeem, "Financial Engineering and Financial Stability; The Role of Islamic Financial System." *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 7(1) (2011).



keuangan dalam Islam merupakan tuntutan yang melekat (*kontingensi*) dengan tiadanya instrumen pembiayaan atau utang berbasis suku bunga, dan menciptakan atau menghancurkan uang, yang merupakan bagian penggelembungan harga aset. Bank terlibat langsung dalam kegiatan produksi dan perdagangan, diharapkan keberadaan bank syariah memungkinkan terjadinya migrasi atau perpindahan debitur. Namun kenyataannya, mekanisme substitusi (dapat juga komplementer) ini dapat mengakibatkan terjadinya *lack*, *lag* maupun *gap* kebijakan moneter. Kemungkinan lainnya dapat mengurangi dampak negatif penurunan pinjaman konvensional karena pembiayaan perbankan syariah dapat menciptakan keseimbangan sektor moneter maupun riil.

**Tabel 1.1**  
**Perkembangan Aset Keuangan Syariah Global**

Tahun	USD miliar
2014	1,975
2015	2,201
2016	2,345
2017	2,508
2018	2,582
2019	2,964
2020	3,374

Sumber: IFDR 2021

Berdasarkan data tersebut, aset keuangan syariah global tumbuh dengan 14% tahun 2020 menurut *Compound Annual Growth Rate* (CAGR). Dengan total aset melebihi USD 3,4 triliun pada akhir tahun 2020 dengan 1595 institusi, industri keuangan syariah layak untuk diperhitungkan dalam dinamika keuangan global.<sup>65</sup> Sedangkan Indonesia berada pada posisi ke 8 tahun 2017 dengan jumlah aset USD 82 miliar, kemudian meningkat menempati peringkat ke-7 pada

---

<sup>65</sup> Otoritas Jasa Keuangan. *Statistik Perbankan Syariah*. (2018).

tahun 2020 dengan total aset USD 119 miliar menggeser Bahrain.<sup>66</sup> Pada tahun 2020, Bank syariah 2,349 miliar 70%, sukuk 19% sebesar USD 631 miliar, lembaga keuangan islam lainnya 178 miliar 5%, islamic fund 154 miliar 5%, dan takaful 62 miliar 2%.

Penduduk Indonesia mayoritas menganut agama Islam, hal tersebut membuat semakin berkembangnya kegiatan yang berdasarkan dengan hukum-hukum atau prinsip-prinsip syariah, terutama dalam kegiatan perekonomian. Praktik ekonomi konvensional yang masih mencerminkan unsur spekulasi bagi umat Islam merupakan hambatan psikologis (beban moral) untuk aktif dalam aktivitas berinvestasi. Secara umum perbedaan antara pasar modal konvensional dengan syariah dapat diidentifikasi dari instrumen dan mekanisme transaksinya serta kriteria emiten saham yang harus memenuhi prinsip utama syariah.

Proses *screening* syariah menghilangkan perusahaan dengan tingkat leverage keuangan lebih dari ambang batas dan terlibat dalam kegiatan ekonomi yang tidak konsisten dengan prinsip-prinsip Islam. Ekuitas Islam dapat dipandang sebagai kelas aset yang terpisah. Namun, penggunaan model penetapan harga aset arus utama dalam penetapan harga ekuitas Islam masih dalam tahap awal atau rintisan.<sup>67</sup> Perilaku individu dan institusional dalam sistem keuangan Islam tunduk pada norma-norma Islam, yang muncul dari asumsi yang berbeda dengan pasar konvensional atau Barat. Apabila spekulasi dianggap tidak diinginkan dalam Islam, maka tindakan investor dibatasi pada saham syariah yang memiliki hasil kurang dari atau sama dengan saham non-syariah. Ini karena portofolio Islam tidak termasuk saham yang telah terbukti memiliki pengembalian tinggi, seperti *sin stocks* yang didefinisikan Hong dan Kacperczyk (2009) sebagai perusahaan publik yang terlibat langsung atau terkait dengan alkohol, tembakau, dan permainan (*gaming*).<sup>68</sup> Namun

---

<sup>66</sup> Refinitiv. Islamic Finance Development Report. (2021).

<sup>67</sup> Md. Safiullah & Abul Shamsuddin, "Asset pricing factors in Islamic equity returns." *International Review of Finance*. (2019). DOI: 10.1111/irfi.12290

<sup>68</sup> H. Hong & M. Kacperczyk, The price of sin: The effect of social norms on markets. *Journal of Financial Economics* 93(2009): 15-36.

demikian, terdapat perbedaan besar antara saham non-Islam dan *sin stocks*, karena saham non-Islam juga mencakup sektor bisnis lain yang dilarang oleh syariah seperti bank konvensional dan perusahaan asuransi, serta perusahaan dengan tingkat utang tinggi, uang tunai dan sekuritas atau piutang yang mengandung bunga. *Sin stock* memiliki hasil yang diharapkan lebih tinggi daripada saham yang sebanding, karena investor mengabaikan norma sosial, pengawasan peraturan dan risiko litigasi. Ini berarti saham-saham tersebut mengalami pembagian risiko terbatas dan risiko istimewa (*idiosyncratic*) yang lebih tinggi yang dikompensasi oleh pengembalian rata-rata yang lebih tinggi.<sup>69</sup> Temuan Hong dan Kacperczyk (2009) juga mendukung argumen Heinkel, Kraus dan Zechner (2001) bahwa penurunan permintaan saham perusahaan yang dianggap tidak bertanggung jawab harus mengarah pada premi dalam keuntungan mereka.<sup>70</sup>

Fabozzi, Ma dan Oliphant (2008) juga menemukan bahwa *sin portfolio* mengungguli pasar dalam hal pengembalian total dan risiko yang disesuaikan.<sup>71</sup> Keuntungan positif berlebih ini melalui *sin corporation* yang mahal untuk didirikan, sehingga perusahaan yang bertahan dapat memperoleh keuntungan monopolistik yang tinggi. Selain itu, *sin stock* juga menghindari biaya penerapan standar sosial. Liston dan Soydemir (2010) menyelidiki kinerja portofolio relatif antara pengembalian *sin stock* dan pengembalian berbasis iman (*faith*) dan menggunakan alfa Jensen dan metodologi lain untuk menunjukkan bahwa *sin portfolio* mengungguli *faith based portfolio* relatif terhadap pasar.<sup>72</sup>

---

<sup>69</sup> R. Merton, A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, *Journal of Finance* 42. (1987): 483–510.

<sup>70</sup> R. Heinkel, A. Kraus & J. Zechner, “The effect of green investment on corporate behavior.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(2001): 431-449.

<sup>71</sup> F. J. Fabozzi, K. C. Ma, & B. J. Oliphant. “Sin stock returns.” *The Journal of Portfolio Management*, 35(1)(2008): 82-94.

<sup>72</sup> D. P. Liston, & G. Soydemir. “Faith-based and sin portfolios: An empirical inquiry into norm-neglect vs norm-conforming investor behavior”. *Managerial Finance*, 36(10) (2010): 876- 885. DOI: 10.1108/03074351011070242

Ada beberapa alasan mengapa profil risiko saham syariah mungkin berbeda. Menurut Sukmana dan Kholid (2010) hal itu dikarenakan pertama, karena prinsip keuangan syariah bertujuan untuk meminimalkan ketidakpastian (*gharar shaghir*) sehingga diharapkan saham syariah memiliki varian yang lebih rendah, diperoleh dengan menghindari industri dan perusahaan dengan risiko dan ketidakpastian yang tinggi.<sup>73</sup> Lebih lanjut, terdapat studi empiris yang menunjukkan bahwa volatilitas saham syariah lebih rendah dari pasar, seperti Shubbar (2010),<sup>74</sup> Dharani dan Natarajan (2010),<sup>75</sup> dan Al-Zoubi dan Maghyereh (2007).<sup>76</sup> Oleh karena itu, pada saat yang tepat, perusahaan Islam akan membagi keuntungannya dengan pemodal yang biasanya memberikan pengembalian yang lebih tinggi bagi pemodal daripada tingkat bunga dan pengembalian yang lebih rendah daripada pemegang saham perusahaan non-Islam.

Perbankan memiliki eksposur ke pasar aset baik melalui pinjaman ke sektor real estat atau melalui kepemilikan langsung atas saham dan tanah. Oleh karena itu, boom dan kehancuran di pasar aset kemungkinan besar akan mempengaruhi kondisi keuangan bank atau sebaliknya. Jadi, bagaimana guncangan terhadap kesehatan bank, sebagai akibat dari volatilitas harga ekuitas dan properti, mempengaruhi investasi dan kinerja perusahaan sangat penting bagi pemahaman tentang efek sebenarnya dari gelembung (atau pergerakan ekstrim dalam harga aset).

Gejolak atau volatilitas merupakan konsekuensi tidak koneksinya antara sektor moneter dengan sektor output, yang

---

<sup>73</sup> R. Sukmana & M. Kholid "Impact of global financial crisis on Islamic and conventional stocks in emerging market: an application of ARCH and GARCH method". *Working Paper*, (2010).

<sup>74</sup> S. A. Shubbar "Empirical performance of Islamic stock market indices in 2008 credit crisis". *PhD Thesis*, (2010). [http://essay.utwente.nl/60816/1/MSc\\_Sayed\\_Ahmed\\_Shubbar.pdf](http://essay.utwente.nl/60816/1/MSc_Sayed_Ahmed_Shubbar.pdf).

<sup>75</sup> M. Dharani & P. Natarajan, "Equanimity of risk and return relationship between Shariah index and general index in India", *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 2(5) (2011): 213-222.

<sup>76</sup> H. A. Al-Zoubi & A. I. Maghyereh "The relative risk performance of Islamic finance: A new guide to less risky investments", *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 10(2) (2007): 235-249.

biasanya berada di belakangnya. Dalam kondisi seperti itu, uang kemudian menjadi instrumen komoditas dan adanya motif spekulasi dalam memegang uang. Sedangkan konsep keuangan syariah menganggap uang merupakan alat pertukaran yang tidak mengandung nilai tambah (*value added*) apapun, hanya pada saat dikonversikan menjadi barang dan atau jasa dan harus didasari transaksi sektor riil sehingga konsep uang dalam Islam adalah *flow* (mengalir).<sup>77</sup> Bunga yang naik sangat tinggi merupakan contoh masalah *bubble pricing* di dunia perbankan yang tidak dapat ditanggung pengusaha, tetapi karena memerlukan pinjaman (likuiditas), bunga kredit yang tinggi tersebut tetap saja diterimanya. Pada siklus selanjutnya bank mengalami kredit macet (*non-performing*), di satu sisi *cost of fund* tinggi, sedang pendapatan bunganya turun drastis.

Kondisi perekonomian terbuka suatu negara juga mempengaruhi harga aset. Ada beberapa saluran masuknya modal yang dapat mengakibatkan kenaikan harga aset. Pertama adalah saluran langsung yang mempengaruhi permintaan aset dan kemudian meningkatkan harga aset. Selain itu, mungkin ada efek *spill-over* ke pasar keuangan lain seperti pasar real estate selanjutnya. Kedua, saluran likuiditas sehingga aliran modal masuk meningkatkan jumlah uang beredar dan likuiditas, yang akhirnya mendongkrak harga aset. Ketiga, *capital inflow* yang cenderung mengakibatkan ledakan ekonomi, kemudian menyebabkan kenaikan harga aset.

Beberapa studi tentang *asset bubble* dan *capital flows*, Caballero dan Krishnamurthy (2006) berpendapat bahwa di pasar negara berkembang dengan kekurangan simpanan dan tekanan finansial, inefisiensi dinamis terjadi dan mudah menciptakan gelembung aset.<sup>78</sup> Mereka mereproduksi dinamika gelembung di negara berkembang dengan aliran modal; aliran modal masuk meningkatkan likuiditas domestik selama fase pertumbuhan gelembung, tetapi ketika

---

<sup>77</sup> Afzalur Rahman, *Doktrin Ekonomi Islam*, 2. (Yogyakarta: PT. Dana Bhakti Wakaf, 1995).

<sup>78</sup> Ricardo J Caballero, "Bubbles And Capital Flow Volatility :"(2005).

gelembung runtuh, arus modal berbalik, kredit domestik dan investasi turun. Di sisi lain, Ventura (2002) menegaskan bahwa gelembung bertindak sebagai pengganti aliran modal internasional, meningkatkan alokasi investasi internasional dan mengurangi perbedaan tingkat pengembalian antar negara.<sup>79</sup>

Pemahaman nature dan durasi dampak kebijakan moneter terhadap pasar finansial dan pasar output/riil secara tepat sangat penting. Salah satu pendekatan statistik ekonometrika yang sering digunakan adalah model *Vector Autoregression* (VAR), dimana perlakuan dan hubungan terhadap variabel menjadi fokusnya. Sims (1980),<sup>80</sup> Bernanke dan Blinder (1995),<sup>81</sup> Christiano (2007)<sup>82</sup> menggunakan model VAR untuk menganalisis kebijakan moneter pada Amerika Serikat. Dalam sistem VAR dimungkinkan menjawab permasalahan hubungan antar variabel tersebut dalam ekonomi makro dengan pemahaman yang lebih baik. Sementara semakin banyak peneliti yang menggunakan metode *Structural VAR* (SVAR) *model* untuk mengkaji hubungan antara kebijakan moneter dan variabel-variabel utama ekonomi makro. Terdapat beberapa penelitian menggunakan *Structural VAR* untuk memperbaiki kekurangan model VAR. Gottschalk mengenalkan metodologi SVAR untuk mengatasi dampak yang tak terduga dari kejutan (*shocks*).<sup>83</sup> Model SVAR jauh lebih baik daripada model VAR untuk analisis model data *time series* multivariate dalam mengevaluasi kejutan yang diakibatkan perubahan struktural.

---

<sup>79</sup> “Nber Working Paper Series Jaume Ventura Working Paper 9304 National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge , MA 02138 October 2002 Bubbles and Capital Flows Jaume Ventura NBER Working Paper No . 9304 October 2002” (2002).

<sup>80</sup> C. A. Sims, “Macroeconomics and Reality”, *Econometrica* 48 (1980): 1–48.

<sup>81</sup> American, Review, and Sep, “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission Ben S . Bernanke ; Alan S . Blinder.”

<sup>82</sup> L. J. Christiano, M. Eichenbaum, & R. Vigfusson, “Assessing Structural VARs,” in D. Acemoglu, K. Rogoff, & M. Woodford, *NBER Macroeconomics Annual* 2006, 21, MIT Press, Cambridge, MA, (2007): 1–105.

<sup>83</sup> Jan Gottschalk, “An Introduction into the SVAR Methodology: Identification, Interpretation and Limitations of SVAR models,” *Kiel Working Papers* 1072, (2001). Kiel Institute for the World Economy (IfW).



Beberapa hal penting dapat ditarik dari pembahasan tentang gelembung harga aset ini adalah pertama, gelembung harga aset mungkin paling baik diringkas dengan bentuk umumnya, harga aset cenderung tumbuh terus-menerus keluar dari garis fundamental, seringkali dengan cara yang berbusa (*bubble*), dan cenderung berakhir tiba-tiba dengan koreksi tajam. Selain asimetri ini, harga aset cenderung berubah-ubah persisten antara *undervaluation* dan *overvaluation*. Kedua, untuk studi kebijakan moneter *trade-off*, harus fokus pada ukuran gelembung ini, maka besaran dan gelembung harga aset yang relevan harus cukup besar untuk mempengaruhi variabel makroekonomi yang relevan dengan keputusan kebijakan moneter. Penelitian terbaru tentang harga aset dan kebijakan moneter tidak memberikan panduan atau kesepakatan karena masih sedikit konsensus tentang bagaimana bank sentral harus menanggapi harga aset, terutama ketika ada kemungkinan terjadinya gelembung. Fenomena yang terjadi di Indonesia, permintaan terhadap suatu aset kadang menghasilkan harga pasar yang tinggi, namun harga tersebut tetap diambil oleh pembeli/investor. Dengan mengetahui keberadaan bubble, maka potensi pembelian atau investasi yang berlebihan dapat dihindari. Di Indonesia penelitian mengenai bubble yang teridentifikasi belum dilakukan artinya ada gap antara harga pasar dan harga sesungguhnya. Setiap aset mempunyai potensi mengandung bubble sehingga perlu diteliti setiap aset yang dapat dijadikan sebagai investasi.

Penelitian yang mendorong bank sentral intervensi harga aset di pasar modal dilakukan oleh Cecchetti dkk. (2000),<sup>84</sup> Walsh (2003),<sup>85</sup> Batini dan Haldane (1999),<sup>86</sup> Ball (1999),<sup>87</sup> Svensson (2000),<sup>88</sup>

---

<sup>84</sup> Stephen G. Cecchetti, Hans Genberg, John Lipsky & Sushil Wadhvani, "Asset Prices and Central Bank Policy", *Geneva Report on the World Economy* 2(2000),

<sup>85</sup> C. E. Walsh, Speed Limit Policies: "The output gap and optimal monetary policy." *American Economic Review*, 93(1) (2003): 265–78

<sup>86</sup> N. Batini & A. G. Haldane, "Forward-looking rules for monetary policy." In Taylor, J. B. (ed.), *Monetary Policy Rules, A National Bureau of Economic Research Conference Report*", 157–192. (Chicago: University of Chicago Press, 1999).

Woodford (2000),<sup>89</sup> Borio dan Lowe (2002),<sup>90</sup> dan Bordo dan Jeanne (2002).<sup>91</sup> Dalam penelitian tersebut, bank sentral berperan secara aktif dan reaktif terhadap perubahan harga sehingga pasti terdapat korelasi yang kuat di antaranya, hubungan substitusi pasar uang dan pasar modal cukup sempurna. Kebijakan tersebut juga didukung oleh penelitian Akram dkk. (2005),<sup>92</sup> Kontikas dan Mantagnoli (2005),<sup>93</sup> Kholodilin dkk. (2009),<sup>94</sup> menunjukkan kebijakan moneter yang mengakomodir dan merespon perubahan, pergerakan dan sumber perubahan harga aset dari harga fundamentalnya dalam transmisi kebijakan moneter terutama harga properti dan nilai saham berperan lebih besar meningkatkan kinerja ekonomi makro.

Kesimpulan yang sama juga dilakukan oleh Rigobon dan Sack (2004), Alessi dan Kerssenfischer (2016)<sup>95</sup> dan Fausch dan Sigonius (2018),<sup>96</sup> menemukan hubungan heterogen antara kebijakan moneter

<sup>87</sup> L. Ball. "Policy Rules for Open Economies." In Taylor, J. B. (ed.), *Monetary Policy Rules, A National Bureau of Economic Research Conference Report*, 127–144. (Chicago: University of Chicago Press, 1999).

<sup>88</sup> L. E. O. Svensson, "Open economy inflation targeting." *Journal of International Economics*, 50 (2000): 155–183.

<sup>89</sup> M Woodford, "Pitfalls of forward-looking monetary policy." *American Economic Review*, 90, (2000):100–104.

<sup>90</sup> Claudio Borio & Phillip Lowe, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus." *BIS Working Paper No. 114*. (2002).

<sup>91</sup> Bordo M, Jeanne O "Boom-busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy." *NBER Working Paper No. 8966*. (2002a).

<sup>92</sup> Q. F. Akram, G. Bårdsen, & Ø Eitrheim, "Monetary policy and asset prices: to respond or not?," *International Journal of Finance and Economics*, 11(2006): 279–292.

<sup>93</sup> Alexandros Kontonikas & Alberto Montagnoli, "Optimal Monetary Policy and Asset Price Misalignments." *Money Macro and Finance Research Group*. (2004).

<sup>94</sup> Konstantin Kholodilin, Alberto Montagnoli, Oreste Napolitano, & Boriss Siliverstovs, "Assessing the impact of the ECB's monetary policy on the stock markets: A sectoral view." *Economics Letters* 105(3) (2009): 211–213. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2009.08.006>

<sup>95</sup> Lucia Alessi and Mark Kerssenfischer, "The Response of Asset Prices to Monetary Policy Shocks: Stronger Than Thought." *Working Paper Series 1967*(2016). Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank.

<sup>96</sup> Jürg Fausch and Markus Sigonius, 'The impact of ECB monetary policy surprises on the German stock market.' *Journal of Macroeconomics* 55 (2018): 46–63.



dan harga saham, naiknya suku bunga acuan European Central Bank (ECB) berdampak negatif pada indeks harga saham gabungan. Intervensi untuk mencegah terjadinya gelembung juga dikemukakan oleh Bean (2003),<sup>97</sup> Bernanke dan Gertler (1999),<sup>98</sup> (2001),<sup>99</sup> Bordo dkk.(2003),<sup>100</sup> Filardo (2004),<sup>101</sup> Roubini, (2006).<sup>102</sup>

Hasil berbeda ditunjukkan penelitian lainnya yang menghasilkan kesimpulan dan rekomendasi sebaliknya. Kebijakan moneter justru berhubungan positif dengan perubahan harga aset, tentunya ini bertentangan dengan hasil penelitian di atas dan teori moneter *lean against the wind*, hal tersebut dapat terjadi karena kondisi pasar modal (pasar aset) yang belum sempurna karena penelitian yang menghasilkan hubungan positif dilakukan di negara yang pasar modalnya masih berkembang. Penelitian tersebut dilakukan oleh Uhrin dan Herwartz (2016),<sup>103</sup> Cooley dan Quadrini (1999a)<sup>104</sup> dan Chami, Cosimano dan Fullerkamp (1999),<sup>105</sup> impulse menunjukkan harga aset merespon positif pada perubahan kebijakan moneter meskipun hasilnya tidak sampai negatif tetapi hampir mendekati nol respon dari harga aset.

---

<sup>97</sup> Charles Bean, 'Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?' (2003).

<sup>98</sup> B S Bernanke and M Gertler. Monetary policy and asset volatility: (1999). 17-52.

<sup>99</sup> B. S. Bernanke and M. Gertler. "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?" *American Economic Review*, 91(2) (2001): 253-257.

<sup>100</sup> Bordo M. D., M. J. Dueker and D. C. Wheelock. "Aggregate price shocks and financial stability: the United Kingdom, 1796-1999." *Explorations in Economic History*, 40(2) (2003): 143-69.

<sup>101</sup> A. J. Filardo. "Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating the Monetary Policy Trade-offs." *BIS Working Papers*, No. 155. (2004).

<sup>102</sup> Nouriel Roubini, "Why Central Banks Should Burst Bubbles." *International Finance*, 9(1) (2006): 87-107.

<sup>103</sup> Gabor B. Uhrin & Helmut Herwartz, "Monetary Policy Shocks, Set-identifying Restrictions, and Asset Prices: A Benchmarking Approach for Analyzing Set-identified Models." *Discussion paper* no.295.center for European, Governance and Economic Development Research.(2016).

<sup>104</sup> T. F Cooley, & V. Quadrini. "Monetary Policy and the Financial Decisions of Firms." *Mimeo*. (1999a).

<sup>105</sup> Chami R., Cosimano T., F. & C. Fullerkamp. "The Stock Market Channel of Monetary Policy." *IMF working paper*, No. 22. (1999a).

Diantara dua pendulum di atas, terdapat beberapa peneliti yang lebih netral terhadap kebijakan moneter setidaknya tidak terlalu berlebihan merespon perubahan harga aset di antaranya Mishkin dan White (2002),<sup>106</sup> Bernanke dan Gertler (2001)<sup>107</sup> dan Bean (2003)<sup>108</sup> yang berpendapat fluktuasi harga aset yang terjadi tidak berkaitan dengan kebijakan moneter baik secara fundamental riil maupun spekulasi (*animal spirit*), tingkat bunga harus ditetapkan hanya untuk merespon *inflation gap* dan *output gap*. Baker dan Nofsinger (2012),<sup>109</sup> Hong dan Kacperczyk (2009)<sup>110</sup> menunjukkan bahwa heterogenitas perilaku investor mempengaruhi hasil dan anomali pasar saham.

Oleh karena itu, masih terdapat *research gap* yang dapat mengembangkan teori di atas. Kebijakan moneter, aliran modal asing, karakteristik pasar modal (pasar aset), karakteristik investor dan perilaku perbankan dalam pengeloaan asetnya mesti dikaji secara komprehensif dan simultan, hal itulah yang hendak dilakukan dalam disertasi ini. Penelitian akan mengidentifikasi dan mensimulasi proses mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui variabel makro moneter syariah dengan persamaan simultan SVAR, selanjutnya bagaimana variabel moneter syariah tadi berperan terhadap tujuan akhir (*ultimate goal*) kebijakan moneter yakni stabilitas harga yang diproksi dengan inflasi dan output serta peran dalam indikasi *asset price bubble*.

Perdebatan mengenai bagaimana kebijakan moneter bereaksi terhadap perubahan harga aset dapat diselesaikan dengan persamaan

---

<sup>106</sup> Frederic S. Mishkin & Eugene N. White, "U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy." *Asset Price Bubbles Conference*, Federal Reserve Bank of Chicago and The World Bank, Chicago, (April 23 2002).

<sup>107</sup> Ben S. Bernanke & Mark L. Gertler. "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?." *American Economic Review*, 91(2) (2001). 253–57.

<sup>108</sup> Charles Bean, "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?." *BIS Working Paper* No.140. (2003).

<sup>109</sup> H. Kent Baker & John R. Nofsinger, *Behavioral Finance Investor, Corporations, and Markets*. (New Jersey: John Wiley and Sons Inc. 2010).

<sup>110</sup> Harrison Hong. Marcin Kacperczyk. "The price of sin: The effects of social norms on markets." *Journal of Financial Economics*, 93(2009):15–36.

simultan, karena hasil kebanyakan penelitian baik yang pro maupun kontra dengan *lean against* menggunakan persamaan tunggal. Permasalahannya adalah bagaimana proses yang dilalui dalam transmisinya (*black box*) mempengaruhi sektor riil atau target inflasi. Dalam prosesnya variabel apa sajakah yang berpengaruh dan bagaimana pula peran dan kelambanan waktunya (*lag operator*). Dari situ akan membuktikan, apakah mekanisme transmisi syariah mampu menyeimbangkan pertumbuhan moneter dan pertumbuhan riil sehingga dampaknya dapat menekan dan menjaga laju inflasi dan mendorong produksi.

Selama ini kajian masih terbatas dalam menjawab beberapa pertanyaan kebijakan fundamental tentang peran harga aset dalam kebijakan moneter. Pertanyaan-pertanyaan ini meliputi: (1) Bagaimana harga aset terkait dengan perekonomian?; (2) Bagaimana cara menafsirkan pergerakan harga aset?; (3) Haruskah pembuat kebijakan menanggapi pergerakan harga aset?. Dalam penelitian ini ditambahkan pertanyaan berikutnya; (4) Apakah perbankan sebagai pelaku dominan di pasar uang dapat mempengaruhi pergerakan aset baik melalui mekanisme pembiayaan maupun portofolio asetnya?; (5) Apakah perbankan ikut berperan dalam potensi pembentukan gelembung harga aset?.

Dalam uraian beberapa hasil penelitian dan teori di atas, maka, penulis mengajukan posisi penelitian untuk membuktikan manakah yang lebih relevan untuk konteks di Indonesia. Bagaimana teori moneter yang menyatakan *lean against the wind* (LATW) dapat berlaku di Indonesia?, kondisi pasar modal di Indonesia belum sempurna artinya tidak adanya substitusi sempurna antara pasar uang dan pasar modal, sehingga Bank Indonesia tidak perlu bereaksi secara ekstrem ketika terjadi peningkatan harga saham. Disamping itu, kapitalisasi pasar modal dan pelaku yang terlibat di dalamnya masih terbatas. Namun dalam konteks mekanisme pembentukan gelembung (*bubble*) harga aset di Indonesia perbankan (juga perbankan syariah) ikut berperan dalam pembentukan potensi *bubble* apabila alokasi asetnya banyak ditaruh di pasar uang dan pasar modal. Pun kondisi perekonomian Indonesia yang terbuka

terhadap aliran modal asing baik jangka pendek maupun jangka panjang ikut mempengaruhi efektifitas kebijakan moneter.

Penelitian mengenai *asset price bubble* pada perbankan syariah di Indonesia masih belum banyak yang melakukannya. Menurut pendapat penulis, potensi *bubble* harga aset masih dapat terjadi meskipun kecil kemungkinannya berdasarkan volatilitas harga yang terjadi di pasar modal Indonesia. Manajemen aset dalam perbankan syariah belum dijadikan sebagai variabel yang mempengaruhi pembentukan *asset price bubble* terutama aset yang diletakkan di pasar uang dan pasar modal. Inilah yang menjadikan *novelty* disamping pengajuan teori sementara tersebut.

## B. RUMUSAN MASALAH

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan dalam latar belakang di atas, maka perumusan permasalahan yang dapat disusun dalam penelitian disertasi ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimanakah kondisi harga aset yang berlaku di Indonesia, adakah *price bubble* terjadi pada pasar aset tersebut?.
2. Bagaimanakah mekanisme transmisi kebijakan moneter syariah berjalan, variabel apa sajakah yang saling berperan dan berinteraksi dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi dan stabilitas harga?.
3. Bagaimanakah kebijakan moneter Bank Indonesia merespon perubahan harga aset?.
4. Bagaimanakah perbankan syariah berperan dalam volatilitas dan pembentukan *assets price bubble* di Indonesia?.

## C. TUJUAN PENELITIAN

Dari perumusan permasalahan yang dikemukakan di atas, maka tujuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Mendeteksi dan mengetahui keberadaan *assets price bubble* di Indonesia.
2. Mengetahui dan memahami proses transmisi kebijakan moneter berjalan pada sistem moneter syariah dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi dan stabilitas harga di

Indonesia dengan sistem persamaan simultan *Structural Vector Autoregressive* untuk mendapatkan hubungan yang komprehensif antar variabel.

3. Mengetahui dan menganalisis kebijakan moneter Bank Indonesia dalam merespon perubahan harga aset sekaligus untuk membuktikan teori moneter apabila konsep *Lean Against the Wind* (LATW) tidak dapat berlaku di Indonesia. Berbeda sebagaimana yang telah dilakukan oleh Cecchetti dkk., (2000),<sup>111</sup> Borio dan Lowe (2002),<sup>112</sup> Filardo (2004).<sup>113</sup> Dan juga teori textbook dalam Mishkin, (2000)<sup>114</sup> dan Hubbard dan O'Brian.<sup>115</sup> Bank Indonesia lebih memperhatikan pada variabilitas inflasi dan pertumbuhan ekonomi, stabilitas ke dalam (inflasi) dan stabilitas keluar (nilai tukar).
4. Mengetahui bahwa *assets price bubble* dapat terjadi pada sistem keuangan dan pasar modal yang belum sempurna. Ini berbeda dengan penelitian Santos dan Woodford (1997),<sup>116</sup> Farhi dan Tirole (2012) dengan pasar modal yang tidak sempurna, perekonomian dapat menjadi efisien secara dinamis, dan pada saat yang sama, tingkat bunga dapat lebih rendah daripada tingkat pertumbuhan ekonomi. Makna dari belum sempurna adalah masih adanya informasi asimetri (*asymmetric information*) dan belum bekerjanya substitusi investasi.

---

<sup>111</sup> Stephen G Cecchetti, Hans Genberg, John Lipsky & Sushil Wadhvani, "Asset Prices and Central Bank Policy," *Geneva Report on the World Economy* 2. (2000).

<sup>112</sup> Claudio Borio & Phillip Lowe "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper* No. 114, (July 2002)

<sup>113</sup> Andrew J. Filardo, "Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating the Monetary Policy Trade-Offs," *BIS Working Paper* No. 155, (June 2004)

<sup>114</sup> Frederic S. Mishkin, Prudential supervision: Why is it important and what are the issues?, *NBER Working Paper* No. 7926. (2000).

<sup>115</sup> R Glenn Hubbard and Anthony Patrick O'Brian, *Money, banking, and the financial system*, 1<sup>st</sup> edition, (Prentice Hall publisher, 2012).

<sup>116</sup> M Santos & M. Woodford, "Rational asset pricing bubbles," *Econometrica*, January. (1997).

5. Mengetahui kebijakan moneter Bank Indonesia dalam mempengaruhi kondisi variabel moneter perbankan syariah dan dalam memperhatikan variabilitas harga aset yang berpotensi menimbulkan gelembung harga aset sehingga target inflasi merupakan tujuan utama dari kebijakan moneter dapat tercapai serta dapat mengidentifikasi reaksi kebijakan moneter Bank Indonesia dalam merespon perubahan harga aset.
6. Mengetahui peran perbankan syariah yang berprinsip non bunga dalam pembentukan gelembung harga aset (meskipun gelembungnya adalah nol), karena selama pembiayaan masih tinggi terhadap sektor spekulatif dan alokasi aset yang masih banyak ditaruh atau dialokasikan di pasar uang dan pasar modal.

#### **D. MANFAAT PENELITIAN**

##### **1. Secara Teoritis**

Teori moneter utama mengenai perubahan harga aset adalah *lean against* artinya kebijakan moneter kontraktif ketika harga aset naik dan ekspansif ketika harganya turun. Meskipun dalam penelitian dapat menghasilkan teori yang berbeda. Penelitian ini secara garis besar akan berkontribusi pada teori baru bahwa kebijakan moneter tidak harus bereaksi ketika ada kenaikan harga aset (*doing nothing*). Kenaikan harga pada aset tertentu tidak selalu mencerminkan *economy bubble* yang mengancam perekonomian nasional secara umum. Volatilitas harga pada pasar yang belum sempurna dapat dikatakan sebagai spekulasi rasional (*rational speculation*) yang tidak akan membawa dari keadaan *boom* ke *burst*. Teori baru tersebut dengan menambahkan asumsi dan penjelasan mengenai *financial behavior*, dimana heterogenitas investor dapat menciptakan anomali harga. Harga aset juga dipengaruhi oleh kondisi perekonomian negara, apabila sebagai negara perekonomian terbuka dan kecil sebagaimana Indonesia, maka harga aset juga sangat dipengaruhi oleh aliran modal masuk baik investasi langsung maupun investasi portofolio

(*hot money*) sehingga kebijakan moneter menjadi kurang efektif lagi.

Kebijakan manajemen aset perbankan syariah dapat berperan dalam pembentukan atau memicu gelembung karena alokasi aset yang berlebihan pada sektor keuangan akan mempengaruhi permintaan aset tersebut. Portofolio pada kredit maupun aset dapat mempengaruhi harga yang kemudian dapat mengakibatkan timbulnya gelembung. Oleh karena itu, jika gelembung harga aset dapat diidentifikasi dan pengaruh alokasi aset serta respon aset terhadap perubahan portofolio perbankan syariah, maka manajemen aset yang lebih sesuai dengan syariat Islam yakni menghindari investasi pada gelembung aset atau menimbulkan gelembung dapat dilakukan dengan baik.

## 2. Secara Praktis

Penelitian ini menggambarkan kondisi pasar aset di Indonesia, dapat memberikan masukan bagi Bank Indonesia dalam mengantisipasi kenaikan harga aset. Untuk perbankan syariah agar mengalokasikan pembiayaannya pada sektor produktif menjaga likuiditas untuk kepentingan nasabah, tidak pada likuiditas *idle* di pasar modal dan pasar uang. Bagi investor masyarakat umum menjadi pengetahuan untuk rasional dalam berinvestasi.

## E. ORISINALITAS PENELITIAN

Studi ini akan mengidentifikasi proses transmisi moneter melalui variabel makro moneter syariah dengan persamaan simultan SVAR, selanjutnya bagaimana variabel moneter syariah tadi berperan terhadap tujuan akhir (*ultimate goal*) kebijakan moneter yakni stabilitas harga yang diproksi dengan inflasi dan output serta peran dalam indikasi *asset price bubble*. Permasalahannya adalah bagaimana proses yang dilalui dalam transmisinya (*black box*) mempengaruhi sektor riil atau target inflasi. Dalam prosesnya variabel apa sajakah yang berpengaruh dan bagaimana pula peran dan kelambanan waktunya (*lag operator*). Dari situ dapat dibuktikan apakah mekanisme transmisi syariah mampu menyeimbangkan



antara perubahan pertumbuhan sektor moneter dan sektor riil terutama yang bersifat produktif sehingga dapat menjaga dan menahan laju inflasi dan mendorong kegiatan produksi.

Penelitian ini berusaha memberikan jawaban atas pertanyaan lanjutan dalam mekanisme transmisi dan peran dalam pembentukan harga aset yaitu, (1) Apakah perbankan (syariah) sebagai pelaku dominan di pasar uang dapat mempengaruhi pergerakan aset baik melalui mekanisme pembiayaan maupun portofolio asetnya?, (6) Apakah perbankan (syariah) ikut berperan dalam potensi pembentukan gelembung harga aset?.

Penulis mengajukan posisi penelitian untuk membuktikan manakah yang lebih relevan untuk konteks di Indonesia. Bagaimana teori moneter yang menyatakan *lean against the wind* (LATW) dapat berlaku di Indonesia?. Dalam konteks mekanisme pembentukan gelembung harga aset di Indonesia, perbankan syariah turut berperan dalam pembentukan potensi *bubble* apabila alokasi asetnya banyak diletakkan di pasar uang dan pasar modal. Pendekatan manajemen aset perbankan syariah merupakan kebaruan (*novelty*) disamping pengajuan teori sementara mengenai LATW tersebut.

## F. SISTEMATIKA PENULISAN

Penyusunan disertasi ini akan disajikan dalam sistematika penulisan yang terdiri atas lima bab, yaitu:

Bab I : Pendahuluan

Bab ini memuat penjelasan yang bersifat umum, yaitu mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, orisinalitas penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II : Kajian Pustaka

Bab ini menguraikan kajian terhadap landasan teori dan penelitian terdahulu yang diperoleh dari jurnal ilmiah bereputasi dan *proceedings*, di samping itu dipaparkan landasan teori yang digunakan untuk mendasari pembangunan model teoritis dan preposisi yang diajukan dalam penulisan disertasi



- ini.
- Bab III : Metode Penelitian  
Bab ini berisi penjelasan mengenai desain penelitian, jenis dan sumber data, definisi operasional variabel, spesifikasi model, teknik analisis data dan kerangka konseptual penelitian.
- Bab VI : Hasil Penelitian dan Pembahasan  
Bab ini berisi tentang hasil analisis dari pengolahan data, baik analisis data secara deskriptif maupun analisis hasil olah pengujian data. Selanjutnya, dilakukan pembahasan mengenai hasil pengujian yang diteliti.
- Bab V : Penutup  
Bab ini memaparkan kesimpulan, kontribusi teoritis dan kontribusi kebijakan, keterbatasan dan saran-saran berdasarkan hasil analisis data yang berkaitan dengan penelitian.



## BAB V PENUTUP

### A. KESIMPULAN

1. Dalam penelitian ini menganalisis apakah terdapat gelembung harga pada aset (*assets price bubble*) di Indonesia yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IDX), Indeks Saham Syariah Indonesia (IDXSI), Indeks Harga Obligasi (BOND), Indeks Harga Properti Residensial (HPI) dan Emas (GOLD). Konsep mendasar yang mendasari hipotesis pasar efisien adalah asumsi bahwa harga selalu benar dan mencerminkan fundamental pasar. Harga menyesuaikan untuk mencerminkan semua informasi yang tersedia. Tidak ada peluang arbitrase karena pasar akan menyesuaikan kesalahan harga (*mispricing*). Kendala utama dalam menanggapi gelembung harga aset adalah masalah identifikasi adanya gelembung tersebut. Hasil analisis *Right Tail* ADF untuk mendeteksi adanya gelembung harga aset dapat diketahui bahwa hampir semua aset yang diteliti kecuali aset obligasi (BOND) mengandung gelembung. Gelembung tersebut dapat teridentifikasi baik waktu (*time span*) dan lamanya (*date stamping*).

Harga saham (IDX) menurut ketiga strategi RADF, SADF dan GSADF mengandung periode *bubble* dengan nilai signifikansi 0,03, 0,00 dan 0,03, terjadi pada kurun waktu 2006-2008 karena ketiganya menunjukkan hasil yang serupa. Untuk variabel Indeks Harga Saham Syariah (IDXSI), nilai statistik RADF, SADF dan GSADF lebih besar dari *right-tail critical value* dengan nilai 0,06, 0,00 dan 0,01 memberikan bukti kuat bahwa harga saham syariah memiliki subperiode yang eksplosif, terdapat bukti adanya *bubble* dalam data pasar saham syariah pada kurun waktu 2006-2006 dengan jangka waktu gelembung yang berbeda. Sedangkan aset obligasi (BOND) dapat dijelaskan bahwa dari ke tiga strategi, tidak satupun yang dapat mendeteksi adanya *bubble*, nilai

statistik ADF, RADF, SADF dan GSADF untuk rangkaian data lengkap dengan nilai probabilitas semua uji lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, 1% dan 10%, memberikan bukti kuat bahwa tingkat return obligasi BOND di Indonesia tidak memiliki subperiode yang eksplosif. Dari ketiga strategi menunjukkan bahwa aset properti (HPI) mengandung *bubble*, ketiganya menunjukkan hasil yang serupa dengan nilai signifikansi 0,00, 0,00 dan 0,00. Bahkan gelembung harga perumahan terjadi untuk waktu yang cukup lama dan cenderung selalu membesar sampai akhir periode penelitian. Dan untuk nilai statistik RADF, SADF dan GSADF untuk rangkaian data emas (GOLD) melebihi nilai kritis masing-masing  $2,626 > 0,725$ ,  $2,577 > 1,936$  dan  $2,940 > 2,741$  *right-tail critical value*, dengan semua tingkat signifikansi lebih kecil dari 1%, memberikan bukti kuat bahwa harga emas memiliki subperiode yang eksplosif, terdapat bukti adanya *bubble* dalam data harga aset emas. Secara umum, apabila mengabaikan *minor bubble*, gelembung yang terjadi kurang dari 5 bulan maka menurut strategi RADF hanya terjadi satu periode *bubble*. Kebaruan dalam penelitian ini dapat dilihat dari berhasil diidentifikasikannya gelembung harga aset (*aset price bubble*) sekaligus menentukan waktu terjadinya gelembung tersebut, selama ini penelitian mengenai gelembung harga terutama di Indonesia hanya terbatas pada volatilitas harga saja.

Secara umum, *bubble* yang terjadi pada pasar aset di Indonesia tidak termasuk dalam kategori yang mengkhawatirkan, hal itu ditandai dengan deviasi dan durasi yang tidak terlalu tinggi dan panjang. *Bubble* tersebut masih bisa diterima atau dapat disebut sebagai *rational bubble*. Pengalaman menunjukkan pada saat terjadinya *bubble* perekonomian tetap berjalan normal sebagaimana mestinya. Fluktuasi harga merupakan hal yang normal, meskipun harga emas dan properti cenderung naik terus, hal tersebut karena penawaran yang *given* dan tetap tidak mudah dimanipulasi

jumlahnya untuk mempermainkan pasar. Harga tersebut masih dapat dijangkau oleh masyarakat meskipun tidak semuanya.

2. Mekanisme transmisi kebijakan moneter berjalan sesuai dengan tujuan dimana kebijakan moneter dapat mendorong pertumbuhan ekonomi (IPI) dan stabilitas inflasi (INF). Hasil analisis SVAR menunjukkan terdapat transmisi moneter melalui variabel moneter syariah dan harga aset meskipun hanya menunjukkan dalam waktu singkat. Hasil ini wajar, mengingat bank merupakan sumber utama pendanaan eksternal untuk ekonomi dan karena instrumen kebijakan moneter dan prosedur operasi yang berorientasi pasar. Estimasi SVAR dilakukan atas 13 (tiga belas) variabel pada tingkat *first difference* dengan panjang lag 1. Dengan demikian akan diperoleh 13 koefisien untuk masing-masing persamaan, atau secara keseluruhan diperoleh 169 ( $13 \times 13$ ) koefisien persamaan regresi dengan dilakukan restriksi sejumlah 84 berdasarkan variabel yang digunakan dalam penelitian.

Estimasi terhadap fungsi impulse response dilakukan untuk memeriksa dampak guncangan (*shock*) variabel inovasi terhadap variabel-variabel lainnya. Kelompok variabel kebijakan moneter mempengaruhi variabel moneter perbankan syariah dan seterusnya dapat mempengaruhi kinerja ekonomi makro yaitu inflasi dan output. Lambatnya proses mekanisme transmisi kebijakan moneter syariah lantaran prinsip bagi hasil dalam sistem perbankan syariah agak rigid dalam merespon shock perubahan kebijakan yang diambil Bank Indonesia. Demikian juga hubungan kelompok harga aset juga dapat mempengaruhi kinerja ekonomi makro. Kebaruan dalam metode SVAR ini dengan menunjukkan identifikasi dan restriksi pada model untuk dapat membuktikan teori *lean against the wind* (LATW), dengan asumsi yang dibangun. Disamping itu variabel FCAP merupakan kontribusi untuk melihat volatilitas harga aset

terutama harga saham yang belum banyak dilakukan oleh peneliti, kebanyakan variabel asing dengan proksi nilai tukar/kurs.

3. Hasil analisis SVAR menunjukkan harga aset tidak merespon secara berarti guncangan di tingkat bank sentral maupun guncangan terhadap perubahan neraca perbankan syariah. Hasil ini sama sekali tidak menyiratkan bahwa kebijakan moneter adalah satu-satunya kontributor terhadap perubahan ekstrim harga aset. Kebijakan moneter, khususnya kebijakan penargetan suku bunga tradisional dan inflasi memiliki efek pada harga aset melalui mekanisme transmisi moneter. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan tersebut kuat tetapi tidak menunjukkan efek langsung. Usulan untuk kebijakan moneter *lean against the wind* dalam menanggapi penyimpangan harga aset dari fundamental bergantung pada asumsi bahwa kenaikan suku bunga akan berhasil mengecilkan ukuran gelembung harga aset yang muncul. Namun, tampaknya tidak ada bukti yang tersedia untuk mendukung hubungan itu. Dalam penelitian ini memberikan bukti tentang respons harga aset terhadap guncangan kebijakan moneter.

Hasil penelitian dalam disertasi ini menunjukkan bahwa untuk perekonomian terbuka dengan *capital mobility* (khususnya aliran dana jangka pendek, *hot money*) dan pasar modal yang masih belum sempurna, informasi asimetri yang masih tinggi dan perilaku herding yang masih mendominasi menyebabkan baik kebijakan moneter maupun harga aset mempunyai hubungan *indifferent* (tidak interdependen), Bank Indonesia tidak terlalu bereaksi ketika ada kenaikan harga aset, dan harga aset juga tidak merespon ketika ada shock kebijakan moneter. Hal tersebut ditandai dengan impulse respon yang cenderung cepat kembali ke keseimbangan semula, tidak ada perubahan permanen ketika ada kejutan pada kedua belah pihak. Harga aset yang berlaku di Indonesia khususnya aset pasar modal (saham) masih dalam taraf

kewajaran, meskipun mengandung bubble pada beberapa periode, namun penyimpangan dari nilai fundamental masih rasional dan terjadi dalam jangka waktu yang cukup singkat. Hasil penelitian ini sekaligus memberikan kontribusi kebaruan mengenai tidak bekerjanya mekanisme *Lean Against the Wind*, dimana kebijakan moneter bersikap indifferent terhadap volatilitas dan gelembung harga aset, yang artinya tidak *Lean Against the Wind* maupun *Clean up the Mess*. Kedua pendulum kebijakan tersebut tidak relevan dengan kondisi kebijakan moneter Indonesia terhadap pergerakan dan volatilitas harga aset.

4. Dari kelima jenis aset dalam merespon shock satu standar deviasi MASET, hanya harga saham IDX yang mempunyai nilai fluktuasi yang cukup tinggi, hal itupun terjadi pada jangka pendek selama 4 bulan dengan nilai perubahan di atas 100. Sedangkan 4 aset lainnya yakni IDXS, BOND, HPI dan GOLD tidak menunjukkan respon yang berarti (signifikan).

Untuk variabel pembiayaan syariah (FIN), hanya IDX dan GOLD yang memberikan respon signifikan, sedangkan 3 aset lainnya yakni IDXS, BOND dan HPI tidak menunjukkan respon yang berarti (signifikan). Dengan demikian dapat dikatakan, FIN hanya mempengaruhi pergerakan pada harga saham dan pengaruh yang kecil pada harga emas di Indonesia. Respon shock satu standar deviasi RFIN, hanya harga saham IDX yang mempunyai nilai fluktuasi yang cukup tinggi, hal itupun terjadi pada jangka pendek selama 4 bulan dengan nilai perubahan di atas 100. Sedangkan 4 aset lainnya yakni IDXS, BOND, HPI dan GOLD tidak menunjukkan respon yang berarti (signifikan).

Secara umum, portofolio aset perbankan syariah Indonesia dapat mempengaruhi harga saham IDX dan *aset price bubble* di Indonesia, dan pengaruh kecil terhadap harga emas. Ini membuktikan bahwa, tidak selalu aset perbankan syariah dialokasikan ke saham syariah dan *aset back real*.

Properti meskipun mengandung bubble, namun tidak berkaitan signifikan dengan alokasi aset.

Kontribusi dari tujuan yang keempat adalah perbankan syariah masih berperan dalam gelembung harga (*aset price bubble*) yang terjadi pada aset saham biasa bukan syariah, artinya portofolio aset masih banyak juga yang ditaruh di saham sehingga mempengaruhi variabilitas dan volatilitasnya. Meskipun aset seperti properti, obligasi dan emas tidak terpengaruh portofolio, namun apabila aset bank syariah pada aset yang mengandung gelembung maka prinsip syariah masih kurang sempurna dipraktikkan. Sebaiknya portofolio aset lebih banyak dialokasikan pada obligasi yang terbukti tidak mengandung gelembung harga.

## B. KONTRIBUSI TEORITIS

1. Hasil penelitian ini memberikan wacana baru dalam mengidentifikasi keberadaan gelembung harga aset (*aset price bubble*). Penggunaan analisis dengan pendekatan *Right Tail Augmented Dickey Fuller* memberikan informasi yang lebih akurat, baik deteksi, keberadaan dan waktu (*date-stamping*) terjadinya aset price bubble. Penggunaan analisis ini relatif baru khususnya bagi penelitian yang ada di Indonesia. Hasil dari penelitian ini menyoroti peran penting fundamental dalam menentukan gelembung eksplosif dalam harga aset. Investor harus mewaspadaai adanya gelembung-gelembung harga saham. Pengetahuan ini akan memungkinkan investor untuk mengidentifikasi tanda-tanda peringatan dini dari gelembung spekulatif. Ini juga akan memungkinkan investor untuk menjadi fleksibel dan bijaksana untuk menjual aset mereka dan karenanya menyesuaikan harga saham terhadap nilai wajar yang mengarah pada pencapaian efisiensi pasar.
2. Pengujian terhadap teori *leaning against the wind* menjadi lebih terbuka dan konklusif dengan memasukkan variabel eksogen lain yakni investasi asing ke dalam model, sehingga



asumsi negara kecil dan *capital mobility* dapat dijelaskan. Kajian tentang *economics behavior* terutama mengenai perilaku *herding* juga menjadikan implikasi teoritis yang lebih terbuka bagi penelitian selanjutnya. Karakteristik pasar modal dan substitusi aset merupakan factor yang penting bagi bekerjanya skenario kebijakan moneter. Dalam hal bubble, tidak semua bubble merugikan atau patut dicemaskan, bubble merupakan fenomena pasar yang dapat menjadi insentif bagi investor baik investor baru maupun investor lama untuk mendapatkan gain yang lebih tinggi.

3. Dikotomi dalam wacana syariah dan konvensional dalam investasi relatif tidak terlalu tampak, kedua jenis kebijakan, portofolio dan variabel moneter syariah bekerja bersama dan sinergis. Keterkaitan dan pola kausalitas tidak terdapat perbedaan yang berarti, baik konvensional seperti BI rate, saham biasa, dan instrument aset yang lebih cocok dengan syariah tidak merespon berbeda dengan shock atau perubahan terhadap variabel lain yang berbeda.

### C. KONTRIBUSI KEBIJAKAN

1. Bank Indonesia dalam mengelola kebijakan moneternya lebih memfokuskan pada target inflasi dan output daripada memperhatikan variabilitas dan fluktuasi harga aset. Teori *lean against the wind* tidak eksis dalam kebijakan moneter dan tidak perlu dipraktikkan dalam perumusan kebijakan baik reaktif maupun jangka panjang. Tindakan kebijakan moneter yang menargetkan harga aset akan mengorbankan pertumbuhan ekonomi. Mengingat kemungkinan putaran umpan balik (*adverse feedback loop*) yang merugikan, di mana dinamika dan penurunan harga aset dan kontraksi output dapat meningkat secara spiral, oleh karena itu penggunaan kebijakan moneter secara langsung sebaiknya dihindari. Misalnya, peningkatan aliran kredit dalam model *Structural VAR* tampaknya mengarah pada peningkatan baik output maupun harga aset. Akan tetapi, sangat sulit untuk



memisahkan bagian dari kenaikan harga aset yang mungkin disebabkan oleh perbaikan fundamental dari aliran kredit spekulatif ke pasar aset. Ambiguitas ini menunjukkan mengapa kebijakan regulasi *countercyclical* untuk mengatasi gelembung harga aset bisa lebih tepat dibandingkan dengan penggunaan langsung kebijakan moneter. Bank Indonesia lebih fokus pada stabilitas makro atau kebijakan makro prudential bagi semua stakeholder sistem keuangan di Indonesia.

2. Perbankan syariah harus dibatasi dalam portolionya, ini terbukti IDX adalah aset yang bereaksi atau memberikan respon terhadap perubahan/shock variabel moneter syariah. Emas yang lebih sesuai dapat dijadikan portofolio baru karena terbukti harga emas merespon perubahan syariah, terdapat keterkaitan dengannya. Demikian juga aset riil seperti properti ternyata mengandung bubble, perlu diperhatikan dalam memberikan pembiayaan dalam sektor ini.
3. Dari sudut pandang investor, ini akan membuat mereka sadar akan ukuran gelembung, kemudian membantu mereka dalam mengidentifikasi sinyal awal sebelum crash, yang memungkinkan mereka untuk bekerja secara rasional dengan menjual aset dan menyesuaikan harga saham ke nilai wajarnya serta membuat pasar menjadi efisien. Adanya gelembung spekulatif rasional dapat menyebabkan kesalahan alokasi sumber daya yang serius dan fluktuasi ekonomi yang keras. Hasil ini juga dapat menimbulkan pertanyaan terhadap ekonomi Islam dan larangan gharar. Oleh karena itu, pembuat kebijakan perlu menyadari potensi kerugian yang disebabkan oleh perilaku investor yang tidak rasional dan mungkin memerlukan intervensi untuk mencegah penyelewengan pasar saham.

#### D. KETERBATASAN PENELITIAN

1. Penelitian ini mengidentifikasi 5 (lima) aset yaitu harga saham gabungan (IDX), indeks harga saham syariah (IDXS), obligasi (BOND), indeks harga property residensial (HPI) dan emas (GOLD). Masih terdapat beberapa bentuk aset lainnya yang belum diidentifikasi. Demikian juga dengan proksinya, masih dapat dilakukan untuk jenis aset yang sama. Adanya kemungkinan hubungan linier dan atau overlapping data IDX dan IDXS, namun hal tersebut diminimalisir dengan restriksi dalam perumusan model SVAR yang digunakan. Demikian juga dengan kebijakan moneter syariah BI yaitu SWBI dan SBIS, perbedaan akad jualah dan wadiah paling tidak akan mempengaruhi karakteristik data sehingga hasil olah data dapat memberikan kesimpulan yang lain.
2. Variabel moneter perbankan syariah yang digunakan adalah 3 (tiga) yaitu portofolio dalam sekuritas (MASET), pembiayaan (FIN) dan ekuivalensi tingkat bunga (RFIN). Masih terdapat variabel lain yang dapat digunakan. Variabel Indeks Produksi Industri (IPI) hanya terdiri dari beberapa sektor terpilih, sehingga tidak mencerminkan pendapatan nasional secara keseluruhan seperti Produk Domestik Bruto. Penggunaan variabel yang berbeda maupun data yang lain dapat memberikan hasil dan interpretasi yang berlainan juga.
3. Pendekatan *Structural* VAR dapat memberikan hasil yang berbeda apabila penerapan restriksi dan asumsi dalam perumusan model berbeda, masih dimungkinkan perdebatan dan diskusi mengenai teori LAW sehingga wacana tersebut tetap berlanjut. Hasil simulasi dalam analisis impulse response mungkin saja dapat berubah apabila asumsi variabel impulse dan respon berbeda-beda, untuk mengatasi hal tersebut.

## E. SARAN-SARAN

1. Bank Indonesia hendaknya tetap dan fokus pada pertumbuhan ekonomi dengan memperhatikan stabilitas harga. Pasar modal dan pasar uang di Indonesia relatif indifferent terhadap perubahan kebijakan moneter, ini dibuktikan dengan nilai impulse yang tidak terlalu besar dan kembali ke keseimbangan semula setelah adanya shock cukup singkat. Namun demikian bank sentral masih dapat melakukan hal tersebut karena dalam teori menganjurkan apabila ada potensi bubble. Dengan diketahuinya *early warning* adanya potensi gelembung membuat investor lebih mudah mengambil keputusan. Pendidikan keuangan (*financial literacy*) yang lebih baik untuk mengurangi pengaruh buruk dari irasionalitas investor. Penelitian ini tidak menyarankan pendekatan kebijakan moneter yang reaktif dan agresif terhadap gelembung aset. Ketidakpastian tentang gelembung dan faktor-faktor lain yang dibahas di atas menunjukkan bahwa kebijakan moneter tidak harus menanggapi (merespon) gelembung aset namun penuh dengan kehati-hatian (*prudent*) dan moderat. pemodelan interaksi antara friksi keuangan dan gelembung aset dan peran gelembung sangat penting untuk memahami perbedaan. Selain itu, apakah gelembung aset diperlakukan sebagai variabel *forward-looking* atau *backward-looking* adalah penting untuk memahami dinamikanya.
2. Penggunaan instrument SBIS (akad bagi hasil/jualah) tidak terlalu berbeda dengan BI rate, sehingga keduanya dapat berjalan bersama tanpa ada disparitas yang tajam. Respon variabel moneter dan harga aset terhadap kedua instrument kebijakan juga tidak terlalu berbeda. Kebijakan moneter syariah, khususnya kebijakan penargetan suku bunga tradisional (SBIS) melalui penargetan suku bunga perbankan syariah memiliki efek pada harga aset kemudian output dan inflasi melalui mekanisme transmisi moneter. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan tersebut ada

namun tidak cukup kuat dan tidak menunjukkan efek langsung. Dimasukkannya lag order yang lebih tinggi dalam VAR diperlukan untuk menangkap respon tertunda dari variabel penting yang mempengaruhi pasar aset.

3. Perbankan syariah lebih selektif dalam pembiayaan dan mengurangi aset portofolio agar lebih sesuai dengan prinsip syariah kecuali obligasi yang terbukti tidak mengandung *bubble*. Aset properti dan emas terbukti mengandung *bubble* dalam jangka pendek (fluktuatif) dan jangka panjang. *Bubble* tersebut bisa saja berasal dari alokasi aset maupun mekanisme pasar, namun yang jelas aset riil yang sesuai syariah juga tidak terlepas dari gelembung harga. Meskipun *bubble* yang terjadi masih wajar, screening terhadap aset syariah tetap diperlukan.



## DAFTAR PUSTAKA

- Alessi, Lucia, and Mark Kerssenfischer. "Working Paper Series to Monetary Policy Shocks :," no. 1967 (2016).
- Ali, Turkhan, Abdul Manap, and Mohd Azmi. "Speculative Rational Bubbles : Asset Prices in GCC Equity Markets" 3, no. 1 (2014): 1–12.
- Apergis, Nicholas, Arusha Cooray, Naceur Khraief, and Iraklis Apergis. "Do Gold Prices Respond to Real Interest Rates? Evidence from the Bayesian Markov Switching VECM Model." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 60 (2019).
- Assenmacher-wesche, Katrin, and Stefan Gerlach. "Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices" 1 (2009).
- Baker, Dean. "The Housing Bubble and the Financial Crisis," no. 46 (2008): 73–81.
- Balcilar, Mehmet, Nico Katzke, and Rangan Gupta. "Date-Stamping US Housing Market Explosivity." *Economics* 12, no. 1 (2018).
- Ball, Laurence. *Policy Rules for Open Economies. Monetary Policy Rules*. Vol. Monetary P, 1999. <http://www.nber.org/chapters/c7415>.
- Barlevy, Gadi. "Economic Theory and Asset Bubbles." *Economic Perspectives* Q3, no. Q III (2007): 44–59. <http://ideas.repec.org/a/fip/fedhep/y2007iqiip44-59nv.31no.3.html>.
- Batini, Nicoletta, and Andrew Haldane. *Forward-Looking Rules for Monetary Policy. SSRN Electronic Journal*. Vol. I, (2005).
- Bean, Charles. "Asset Prices , Financial Imbalances and Monetary Policy : Are Inflation Targets Enough ?," no. 140 (2003).
- Bernanke, Ben S . , Alan S . Blinder, "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission" *The American Economic Review*, No 82, no. 4 (2007): 901–921.
- Bernanke, Ben, Mark Gertler, and Simon Gilchrist. "The Financial Accelerator and the Flight to Quality." *Review of Economics and*

*Statistics* (1996).

Bernanke, Ben S, and Mark Gertler. "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?" *american economic review* 91, no. 2 (2001): 253–257.

Bernanke, Ben S, and Kenneth N Kuttner. "What Explains the Stock Market 's Reaction to Federal Reserve Policy?," no. March (2004).

Bhuiyan, Rokon, "Monetary Transmission Mechanisms in a Small Open Economy : A Bayesian Structural VAR Approach Linked References" 45, *The Canadian Journal* no. 3 (2020): 1037–1061.

Binswanger, Mathias. "How Important Are Fundamentals?— Evidence from a Structural VAR Model for the Stock Markets in the US , Japan and Europe" 14 (2004): 185–201.

Blanchard, O., & Watson, M. "Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets." *Crises in the economic and financial structure* (1982).

Board, Federal Reserve, Jane Dokko, Brian Doyle, Michael T Kiley, Jinill Kim, Jae Sim, Skander Van Den Heuvel, et al. "Monetary Policy and the Housing Bubble" (2009).

Bordo, Michael D, Michael J Dueker, and David C Wheelock. "Aggregate Price Shocks and Financial Instability : A Historical Analysis" (2001).

Bordo, Michael D, and David C Wheelock. "Monetary Policy and Asset Prices : A Look Back at Past U . S . Stock Market Booms" 86, no. December (2004): 19–44.

Borio, Claudio, and Philip Lowe. "Asset Prices , Financial and Monetary Stability : Exploring the Nexus," no. 114 (2002).

Bosi, Stefano. "Taxation , Bubbles and Endogenous Growth \*," no. September (2019).

Brunnermeier, Markus. "Asset Price Bubbles and Systemic Risk \* Asset Price Bubbles and Systemic Risk" (2019).

Caballero, Ricardo J. "BUBBLES AND CAPITAL FLOW VOLATILITY :?" (2005).

Chairman, Vice. "Monetary Policy and Asset Prices," no. April

- (2003).
- Chen, Naiwei, Hsin Yu Liang, and Min Teh Yu. "Asset Diversification and Bank Performance: Evidence from Three Asian Countries with a Dual Banking System." *Pacific Basin Finance Journal* (2018).
- Chapra, Imran Umer, Muhammad Usama Ali, Syeda Fizza Zehra, and Falak Naz. "Monetary Policy and Financial Asset Prices: Empirical Evidence from Pakistan." *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi* 7, no. 2 (2018): 149–160.
- Choe, Hyuk. "W8073" 3 (n.d.).
- Choi, Ki Hong, and Seong Min Yoon. "Investor Sentiment and Herding Behavior in the Korean Stock Market." *International Journal of Financial Studies* 8, no. 2 (2020): 1–14.
- Cogley, Timothy, Riccardo Colacito, Lars Peter Hansen, and Thomas J. Sargent. "Robustness and U.S. Monetary Policy Experimentation." *Journal of Money, Credit and Banking* 40, no. 8 (2008): 1599–1623.
- Dong, Feng, Jianjun Miao, and Pengfei Wang. "Asset Bubbles and Monetary Policy." *Review of Economic Dynamics* 37 (2020): S68–S98. <https://doi.org/10.1016/j.red.2020.06.003>.
- DSN. "Fatwa Dsn Sertifikat Bank Indonesia Syariah Ju'Alah," no. 51 (2007).
- Égert, By Balázs, Jesus Crespo-cuaresma, and Thomas Reininger. "Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away? Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away?," no. 851 (2006).
- Evans, George. "Pitfalls in Testing for Explosive Bubbles in Asset Prices." *The American Economic Review* 81, no. 4 (1991): 922–930.
- Farooq, Q. "Www.Econstor.Eu" (2007).
- Fausch, Jürg, and Markus Sigonius. "The Impact of ECB Monetary Policy Surprises on the German Stock Market." *Journal of Macroeconomics* 55 (2018): 46–63.
- Filardo, Andrew J. "Monetary Policy and Asset Price Bubbles:



- Calibrating the Monetary Policy Trade-Offs.” *SSRN Electronic Journal*, no. 155 (2011).
- . “Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Some Experimental Results.” *SSRN Electronic Journal* (2005).
- Froot, Kenneth A. “Intrinsic Bubbles: The Case Of Stock Prices,” no. 3091 (1989).
- Gambetti, Luca. “The Effects of Monetary Policy † on Stock Market Bubbles: Some Evidence” 7, no. 1 (2015): 233–257.
- Gertler, Mark. “Asset Price Volatility and Monetary Policy” (n.d.).
- Giamattei, Marcus, Jürgen Huber, Johann Graf Lambsdorff, Andreas Nicklisch, and Stefan Palan. “Who Inflates the Bubble? Forecasters and Traders in Experimental Asset Markets.” *Journal of Economic Dynamics and Control* 110, no. xxxx (2020): 103718. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2019.07.004>.
- Hamao, Yasushi, and Jianping Mei. “Living with the ‘ Enemy ’: An Analysis of Foreign Investment in the Japanese Equity Market” 20 (2001): 715–735.
- Hassan, M Kabir, and New Orleans. “The Global Financial Crisis and Islamic Finance” (n.d.).
- Hau, Harald, and Sandy Lai. “Asset Allocation and Monetary Policy: Evidence from the Eurozone.” *Journal of Financial Economics* (2016).
- Horizons, Economic, Hulya Deniz Karakoyun, Nurtac Yildirim, Central Campus, and Economic Horizons. “Demand-Side Factors of Housing Price Increases in Turkey: Blanchard-Quah SVAR Model” (2017): 312–332.
- Kashyap, Anil K., and Jeremy C. Stein. “What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?” *American Economic Review* (2000).
- Kemmerer, Donald L., Milton L. Stokes, and Carl T. Arlt. *Money, Banking and the Financial System. The Journal of Finance*. Vol. 10, 1955.
- Kholodilin, Konstantin, Alberto Montagnoli, Oreste Napolitano, and Boriss Siliverstovs. “Assessing the Impact of the ECB’s Monetary Policy on the Stock Markets: A Sectoral View.”

- Economics Letters* 105, no. 3 (2009): 211–213.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2009.08.006>.
- Kim, Soyoung, and Doo Yong Yang. “The Impact of Capital Inflows on Asset Prices in Emerging Asian Economies: Is Too Much Money Chasing Too Little Good?” *Open Economies Review* 22, no. 2 (2011): 293–315.
- Kim, Yoonmin, and Gab-je Jo. “The Impact of Foreign Investors on the Stock Price of Korean Enterprises during the Global Financial Crisis” (2019).
- Kindleberger, Charles P, Robert Z Aliber, and John Wiley. *Manias, Panics, and Crashes*, n.d.
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore. “Credit Cycles.” *Journal of Political Economy* (1997).
- Kobayashi, Teruyoshi. “Incomplete Interest Rate Pass-Through and Optimal Monetary Policy \*” (n.d.): 77–118.
- Kontonikas, Alexandros, and Alberto Montagnoli. “Optimal Monetary Policy and Asset Price Misalignments” (n.d.): 1–24.
- Kozmenko, Serhiy, and Oleksiy Plastun. “The Viability of Asset Price Channel Implementation to the Monetary Transmission Mechanism of Ukraine.” *Investment Management and Financial Innovations* 13, no. 4 (2016): 58–67.
- Kubicová, Ivana, and Luboš Komárek. “The Classification and Identification of Asset Price Bubbles.” *Finance a Uver - Czech Journal of Economics and Finance* 61, no. 1 (2011): 34–48.
- Laih, Yih-Wenn, and Yung-Shi Liau. “Herding Behavior during the Subprime Mortgage Crisis: Evidence from Six Asia-Pacific Stock Markets.” *International Journal of Economics and Finance* 5, no. 7 (2013).
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. “The Impact of Institutional Trading on Stock Prices.” *Journal of Financial Economics* 32, no. 1 (1992): 23–43.
- Mansur, Alfian. “Sharia Banking Dynamics and the Macroeconomic Responses: Evidence from Indonesia.” *Jurnal Ekonomi Malaysia* 53, no. 2 (2019): 139–152.
- Nasional, Dewan Syariah. “Fatwa Dewan Syariah Nasional NO: 36

- /DSN-MUI/X/2002 Tentang Sertifikat Wadi'ah Bank Indonesia (SWBI),” no. 46 (2000): 1–4.
- Nizamani, Abdul Rahman, Zulkefly Abdul Karim, Mohd Azlan Shah Zaidi, and Norlin Khalid. “The Effectiveness of Monetary Policy in Small Open-Economy: An SVAR Study for Pakistan.” *International Journal of Economics and Management* 10, no. 2 (2016): 279–296.
- Pahlavi, Razi, Abdul Aziz, and Anne-sophie Gintzburger. “Asset-Backed Transactional Structures in Shari’a-Compliant Financing: Reflections on the Current Financial Crisis \*” 28, no. 3 (2009): 270–278.
- Patel, Vandana Singhvi. “Central Banks and Asset Bubbles: A Perspective.” *Economic and Political Weekly* 45, no. 18 (2010): 73–78.
- Pemerintah Republik Indonesia. “Tambahan Lembaran Negara RI No. 5416” 5416, no. 5416 (2013): 6.
- Ponziani, Regi Muzio, and Tatik Mariyanti. “Islamic Bank and Monetary Policy: The Case of Indonesia.” *International Journal of Islamic Economics and Finance (IJIEF)* 3, no. 1 (2020): 121–142.
- Reports, Geneva, and World Economy. “Geneva Reports on the World Economy 2” (n.d.).
- Republik Indonesia. “Undang-Undang Nomor 3 Tentang Bank Indonesia.” *Undang-Undang Republik Indonesia* (2004): 1–55.
- Rohaya, Siti, Mat Rahim, Abdelhak Senadjki, Wei Mao, and Shuhong Liang. “Investigating the Roles of Gold, Stocks and Bonds: A Safe Haven, Hedge or Diversifier?” 6, no. 1 (2018): 1–15.
- Roubini, Nouriel. “Why Central Banks Should Burst Bubbles Æ” (2006): 87–107.
- Salehi, Mahdi, Mehdi Behname, and Mohammad Sadegh Adibian. “Structural Shocks in Monetary Policy, Exchange Rates, and Stock Prices Using SVAR in Iran.” *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 14, no. 5 (2021): 908–927.

- Scherbina, Anna. "Asset Price Bubbles: A Selective Survey; by Anna Scherbina; IMF Working Paper 13/45; February 1, 2013." *IMF Working Papers* 13 (2013): 1–45.
- Setaysh, A Rahman. "Relationship between Liquidity and Price Bubble in Tehran ' s Asset Introduction :'" (n.d.).
- Singh, Bhupal. "Monetary Policy and Asset Price Interactions in India : Should Financial Stability Concerns from Asset Prices Be Addressed Through Monetary Policy ?" 27, no. March (2012): 167–194.
- Stiglitz, Joseph, and George Akerlof. "Ben S Bernanke : The Financial Accelerator and the Credit Channel." *Review Literature And Arts Of The Americas* (2007).
- Storrie, Christine. "Essays On Monetary Policy And Asset Price Bubbles : Evidence From The U . S . Housing Bubble", A *Dissertation* Submitted to the Faculty of the University of Delaware in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor" (2015). [http://udspace.udel.edu/bitstream/handle/19716/17467/2015\\_StorrieChristine\\_PhD.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://udspace.udel.edu/bitstream/handle/19716/17467/2015_StorrieChristine_PhD.pdf?sequence=1&isAllowed=y).
- Strati, Francesco. "Representative Bubbles and Deleveraging." *Review of Behavioral Finance* (2020).
- Svensson, Lars E.O. "Open-Economy Inflation Targeting." *Journal of International Economics* 50, no. 1 (2000): 155–183.
- Tarlie, Martin B., Georgios Sakoulis, and Roy Henriksson. "Stock Market Bubbles and Anti-Bubbles." *International Review of Financial Analysis* (2018): 1–42
- Thorbecke, Willem, "On Stock Market Returns and Monetary Policy," *The Journal of Finance*, Vol . 52 , No . 2 ( June 1997 ) : 635-654
- Uhrin, GGbor B., and Helmut Herwartz. "Monetary Policy Shocks, Set-Identifying Restrictions, and Asset Prices: A Benchmarking Approach for Analyzing Set-Identified Models." *SSRN Electronic Journal*, no. 295 (2016).
- Vo, Xuan Vinh, and Phuc Canh Nguyen. "Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence from a VAR Approach."

- Australian Economic Papers* 56, no. 1 (2017): 27–38.
- Wadhvani, Sushil. “Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate.” *National Institute Economic Review* 206, no. 1 (2008): 25–34.
- Walsh, Carl E. “Discussion of ‘Leaning Against the Wind When Credit Bites Back’ \*,” no. November (2016): 321–336.
- Warjiyo, Perry, Pusat Pendidikan, D A N Studi, Kebanksentralan Ppsk, and Perry Warjiyo. *Moneter Di Indonesia*, n.d.
- Werner, Thomas. “WORKING PAPER SERIES NO. 580 / JANUARY 2006 IN THE EURO AREA A CROSS COUNTRY COMPARISON by Christoffer Kok Sørensen WORKING PAPER SERIES NO. 580 / JANUARY 2006 A CROSS COUNTRY by Christoffer Kok Sørensen” (n.d.).
- Woodford, Michael. “Pitfalls of Forward-Looking Monetary Policy.” *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 100–109.
- Working, R E M, and Paper Series. “The Interaction Between Conventional Monetary Policy and Financial Stability: Chile , Colombia , Japan , Portugal and the UK Zoë Venter REM Working Paper 096-2019 REM – Research in Economics and Mathematics” (2019).
- Yu, Jung-suk, and M Kabir Hassan. “Rational Speculative Bubbles in the Oic (Organisation of Islamic Conference) Stock Markets.” *International Journal of Economics, Management and Accounting* 7, no. 1 (2009): 97–131.
- Zhang, Liqing, and Zhigang Huang. “Do Capital Flows Fuel Asset Bubbles in China ?” (n.d.): 1–16.
- Zhi, Tianhao, Zhongfei Li, Zhiqiang Jiang, Lijian Wei, and Didier Sornette. “Is There a Housing Bubble in China?” *arXiv* 25, no. 1 (2018): 48–73.
- “NBER WORKING PAPER SERIES Jaume Ventura Working Paper 9304 NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 1050 Massachusetts Avenue Cambridge , MA 02138 October 2002 Bubbles and Capital Flows Jaume Ventura NBER Working Paper No . 9304 October 2002” (2002).
- Yu, Jung-suk, and M Kabir Hassan. “Rational Speculative Bubbles

in the Oic (Organisation of Islamic Conference) Stock Markets.” *International Journal of Economics, Management and Accounting* 7, no. 1 (2009): 97–131.

Zhi, Tianhao, Zhongfei Li, Zhiqiang Jiang, Lijian Wei, and Didier Sornette. “Is There a Housing Bubble in China?” *arXiv* 25, no. 1 (2018): 48–73.



