



RELEVANSI EKSPEKTASI INFLASI DAN UTANG PEMERINTAH TERHADAP KEBIJAKAN MONETER DI ASEAN-5

Naura Syafiya Ramadhani^{1*}, M. Abd. Nasir¹, Inayah Swasti Ratih¹,
Ra'iyatu Imadidin¹

¹ Universitas Jember, Jember, Indonesia

*syafiyanau@gmail.com

Abstract

Monetary policy plays an important role in maintaining economic stability in ASEAN-5. Inflation expectations, government debt, and GDP growth are the main factors that influence the direction of monetary policy. Based on the theory of rational expectations, the inflation expectations that are formed affect the effectiveness of monetary policy. This study aims to analyze the development and influence of these three variables on monetary policy in ASEAN-5 using the Panel Least Square (PLS) method. The results show that inflation expectations and GDP have a significant positive impact on monetary policy. Increasing inflation encourages policy tightening, while GDP growth provides room for stabilization. However, a slowdown in GDP can encourage policy easing to maintain economic stability.

Abstrak

Kebijakan moneter berperan penting dalam menjaga stabilitas ekonomi di ASEAN-5. Ekspektasi inflasi, utang pemerintah, dan pertumbuhan GDP menjadi faktor utama yang memengaruhi arah kebijakan moneter. Berdasarkan teori ekspektasi rasional, ekspektasi inflasi yang terbentuk memengaruhi efektivitas kebijakan moneter. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perkembangan dan pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap kebijakan moneter di ASEAN-5 menggunakan metode Panel Least Square (PLS). Hasilnya menunjukkan bahwa

Informasi Naskah

Submitted: 25 Juni 2025

Revision: 6 September 2025

Accepted: 3 Oktober 2025

Kata Kunci: Ekspektasi Inflasi, Utang Pemerintah, GDP, Kebijakan Moneter, ASEAN-5

ekspektasi inflasi dan GDP berdampak positif signifikan terhadap kebijakan moneter. Peningkatan inflasi mendorong pengetatan kebijakan, sementara pertumbuhan GDP memberi ruang untuk stabilisasi. Namun, perlambatan GDP dapat mendorong pelonggaran kebijakan guna menjaga stabilitas ekonomi.

1. PENDAHULUAN

Kebijakan moneter berperan penting dalam mengatur perekonomian makro pada sistem ekonomi terbuka, dengan tujuan menciptakan stabilitas ekonomi dan mendorong pembangunan melalui pengaruhnya terhadap berbagai variabel ekonomi (Srithilat & G. Sun, 2017). Pengaruh kebijakan moneter terhadap pembangunan ekonomi dan perubahan aktivitas ekonomi agregat sangat bergantung pada perumusan kebijakan tersebut serta independensi bank sentral dalam menentukan instrumen moneter yang tepat untuk mencapai sasaran makroekonomi (Alvinasab, 2016). Suku bunga merupakan salah satu instrumen utama dalam kebijakan moneter yang digunakan bank sentral untuk mengatur stabilitas harga dan mendorong pertumbuhan ekonomi melalui pengaruhnya terhadap permintaan agregat. Penyesuaian suku bunga dapat memengaruhi perilaku konsumsi dan investasi, serta arus modal dan nilai tukar, yang pada akhirnya berdampak pada inflasi dan output (Ghazali dan Ismail, 2019). Namun, kebijakan moneter tidak dapat dijalankan secara terpisah dari dinamika makroekonomi yang lebih luas, terutama terkait dengan utang pemerintah dan ekspektasi inflasi. Ekspektasi inflasi yang tinggi dapat melemahkan efektivitas transmisi kebijakan moneter karena pelaku ekonomi mulai meragukan komitmen bank sentral terhadap stabilitas harga (Wulandari, 2022), sedangkan peningkatan rasio utang pemerintah dapat membatasi ruang gerak bank sentral dalam menaikkan suku bunga karena berpotensi meningkatkan beban bunga utang dan menimbulkan konflik antara kebijakan fiskal dan moneter (Rahman & Aziz, 2021). Oleh sebab itu, dalam konteks kebijakan suku bunga, penting untuk mempertimbangkan kondisi fiskal dan psikologi pasar terhadap prospek inflasi. Oleh karena itu, rumusan masalahnya adalah pertama, bagaimana perkembangan ekspektasi inflasi, utang pemerintah, GDP dan kebijakan moneter di ASEAN-5? Kedua, bagaimana hubungan ekspektasi inflasi, utang pemerintah dan GDP terhadap kebijakan moneter di ASEAN-5? Dengan tujuan penelitian adalah untuk mengetahui perkembangan ekspektasi inflasi, utang pemerintah dan GDP di ASEAN-5 dan untuk menganalisis hubungan antara ekspektasi inflasi dengan kebijakan moneter, utang pemerintah dengan kebijakan

moneter, dan GDP dengan kebijakan moneter di ASEAN-5.

2. KAJIAN PUSTAKA

Teori *Fisher Effect* dan Ekspektasi Inflasi

Konsep keterkaitan antara inflasi dan suku bunga dijelaskan dalam Fisher Effect, yang dikembangkan oleh Fisher (1930). Fisher menyatakan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara tingkat inflasi yang diharapkan dan suku bunga nominal. Hipotesis Fisher menyatakan bahwa perubahan dalam ekspektasi inflasi akan tercermin secara proporsional dalam perubahan suku bunga nominal, sementara suku bunga riil tetap konstan dalam jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa bank sentral, dalam menetapkan suku bunga nominal, harus mempertimbangkan proyeksi inflasi masa depan. Fisher menambahkan bahwa karena adanya money illusion, pelaku ekonomi tidak selalu membedakan antara variabel nominal dan riil, terutama dalam jangka pendek. Oleh karena itu, suku bunga tidak selalu secara langsung mencerminkan ekspektasi inflasi dalam jangka pendek, tetapi dalam jangka panjang hubungan tersebut menjadi lebih kuat dan stabil (Fisher, 1930; Granville & Mallick, 2004). Fisher (1930) menyatakan bahwa pergerakan suku bunga nominal dipengaruhi oleh inflasi yang diharapkan. Dalam kerangka ini, suku bunga nominal mencerminkan penjumlahan antara suku bunga riil dan ekspektasi inflasi. Secara matematis, hubungan tersebut dirumuskan sebagai:

$$i = r + \pi^e \dots \dots \dots (1)$$

di mana i adalah suku bunga nominal, r adalah suku bunga riil, dan π^e adalah ekspektasi inflasi. Dengan mereformulasikan persamaan tersebut, maka ekspektasi inflasi dapat dihitung dengan mengurangkan suku bunga riil dari suku bunga nominal:

$$\pi^e = i - r \dots \dots \dots (2)$$

Teori Ekspektasi Inflasi dalam Perspektif *New Keynesian*

Dalam pendekatan ekonomi New Keynesian, ekspektasi inflasi memegang peranan penting dalam menentukan dinamika harga dan output dalam jangka pendek. Model New Keynesian mengasumsikan bahwa pelaku ekonomi membentuk ekspektasi secara forward-looking, artinya mereka memperkirakan inflasi masa depan berdasarkan informasi yang tersedia saat ini (Gali, 2008). Ekspektasi inflasi menjadi krusial karena memengaruhi keputusan rumah tangga dan perusahaan, termasuk dalam penetapan harga dan upah (Clarida, Galí, & Gertler, 1999). Dalam model Phillips Curve versi New Keynesian, inflasi saat ini merupakan fungsi dari ekspektasi inflasi masa depan dan

output gap. Ini dikenal sebagai New Keynesian Phillips Curve (NKPC).

Teori Dominasi Fiskal

Dalam kerangka ini, dominasi fiskal terjadi ketika otoritas fiskal secara aktif menetapkan kebijakan belanja dan perpajakan tanpa mempertimbangkan kondisi fiskal jangka panjang, seperti keberlanjutan utang publik (Leeper, 1991). Sebaliknya, otoritas moneter bersikap pasif dan menyesuaikan kebijakan moneternya, termasuk pengaturan suku bunga, untuk mengakomodasi kebutuhan fiskal, seperti pembiayaan defisit (Leeper, 1991; Woodford, 2001). Dalam situasi seperti ini, bank sentral kehilangan independensinya karena suku bunga tidak lagi ditujukan untuk menjaga stabilitas harga, melainkan untuk mendukung kebijakan fiskal, terutama dalam menjaga nilai riil utang pemerintah (Cochrane, 1998). Hal ini menyebabkan efektivitas kebijakan moneter dalam mengendalikan inflasi menjadi terbatas, karena ekspektasi inflasi tidak dapat diredam secara optimal selama terdapat ketidakpastian terhadap konsistensi kebijakan fiskal (Bianchi & Melosi, 2017). Stabilitas harga lebih ditentukan oleh kemampuan pemerintah dalam menjaga kredibilitas kebijakan fiskal dan memastikan keberlanjutan pengelolaan utang (Leeper, 2016).

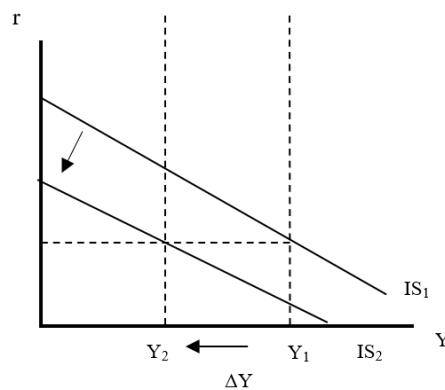
Teori Utang Pemerintah

Hyman (2010) mengatakan jika otoritas pemerintah negara bagian dan lokal harus memperhatikan upaya minimalisasi beban bunga atas hutang dan dengan risiko gagal bayar. Argumennya adalah bahwa ketidakmampuan untuk mengelola utang dengan bijak dapat mengakibatkan tekanan fiskal yang serius, yang pada gilirannya memengaruhi stabilitas fiskal jangka panjang. Dalam hal ini, ia menekankan pentingnya pengawasan yang ketat terhadap penerbitan obligasi dan strategi alokasi sumber daya, untuk memastikan bahwa pendanaan melalui utang memberikan manfaat ekonomi yang lebih besar daripada biayanya. Pemerintah pemerintah harus mengevaluasi implikasi jangka panjang dari kebijakan utang terhadap generasi mendatang, baik dalam hal dampak ekonomi maupun distribusi keadilan fiskal.

Kebijakan Moneter

Perkembangan ekonomi suatu negara tentu mengalami pasang surut (siklus) yang pada periode tertentu perekonomian tumbuh pesat dan pada periode lain tumbuh melambat. Untuk mengelola dan memengaruhi perkembangan perekonomian agar dapat berlangsung dengan baik dan stabil, pemerintah atau otoritas moneter biasanya melakukan langkah-langkah yang dikenal dengan kebijakan ekonomi makro (Warjiyo,

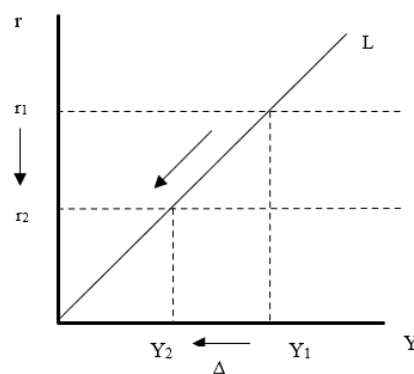
2003). Mankiw (2009) menjelaskan bahwa dalam model IS-LM, keseimbangan ekonomi jangka pendek ditentukan oleh interaksi antara pasar barang dan pasar uang. Kurva IS menunjukkan hubungan negatif antara tingkat suku bunga dan output, yang mencerminkan keseimbangan di pasar barang, sedangkan kurva LM menunjukkan hubungan positif antara suku bunga dan output untuk mempertahankan keseimbangan di pasar uang. Mishkin (2015) menegaskan bahwa pergeseran kurva IS maupun LM dapat menggambarkan respons ekonomi terhadap perubahan dalam pengeluaran pemerintah, perpajakan, maupun penawaran uang.



Gambar 1. Kurva IS

Sumber: Mankiw (2016)

Implikasi dari pergeseran kurva IS ini adalah bahwa kebijakan atau kejadian yang memengaruhi permintaan agregat dapat menyebabkan perubahan keseimbangan makroekonomi, terutama dalam hal output dan tingkat bunga. Dalam konteks penelitian ini, peningkatan utang pemerintah sebagai akibat dari kebijakan fiskal ekspansif dapat menjadi salah satu penyebab pergeseran kurva IS ke kanan, yang pada akhirnya berdampak pada efektivitas kebijakan moneter dan kredibilitas bank sentral di negara-negara ASEAN.



Gambar 2. Kurva LM

Hubungan positif antara pendapatan dan tingkat bunga ini menunjukkan bahwa semakin tinggi pendapatan, maka semakin besar permintaan uang untuk transaksi, yang pada akhirnya akan mendorong kenaikan suku bunga. Sebaliknya, saat pendapatan turun, kebutuhan uang juga menurun sehingga suku bunga ikut menyesuaikan turun. Kurva LM ini sangat penting untuk menganalisis respons kebijakan moneter, karena perubahan dalam penawaran uang atau preferensi masyarakat terhadap uang dapat memengaruhi posisi kurva LM dan kondisi keseimbangan ekonomi secara keseluruhan.

3. METODE

Data dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder yang berupa data panel dengan periode 2005-2023, dan data cross section dari 5 negara ASEAN terpilih yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand dan Vietnam. Data pada penelitian ini bersumber dari situs resmi data statistik dari World Bank, IMF, Bank Sentral masing-masing ASEAN-5. Rentang waktu tersebut ditentukan berdasarkan adanya fenomena krisis global 2008 dan krisis pandemi covid 2019.

Teknik Analisis

Metode analisis yang digunakan ada 2 yaitu analisis deskriptif statistik dan *Panel Least Square* (PLS). Analisis deskriptif merupakan suatu prosedur penyelesaian masalah dengan cara menggambarkan keadaan objek kajian dari fakta penelitian teoritis dan empiris (Nasir et al, 2013) sedangkan analisis regresi data panel digunakan untuk mengukur pengaruh antara lebih dari satu variabel.

Model Penelitian

Berdasarkan penelitian terdahulu, Marques (2023) menganalisis apakah utang pemerintah memengaruhi kebijakan moneter melalui ekspektasi inflasi, sebagai berikut:

$$\pi(H)_{i,t+h}^e = \alpha_i^h + \nu_t^h + \sum_{s=0}^S \beta_s^h u_{i,t-s}^d + \sum_{j=1}^J \gamma_j^h \pi(H)_{i,t-j}^e + \mathbf{x}_{it}' \Gamma + \varepsilon_{i,t+h}, \quad (1.1)$$

Dimana Variabel $\pi(H)_{i,t+h}^e$ merepresentasikan ekspektasi inflasi untuk horizon H pada negara i dan periode $t+h$, sedangkan $u_{i,t-s}^d$ merupakan kejutan terhadap rasio utang pemerintah terhadap PDB, $\mathbf{x}_{it}'$ adalah variabel kontrol, α_i^h dan ν_t^h adalah efek tetap negara dan waktu dengan koefisien β_0^h sebagai respon ekspektasi inflasi terhadap spesifikasi kejutan utang diestimasi menggunakan estimasi dalam untuk setiap periode

proyeksi, dengan standar error yang berasal dari estimasi heteroskedastisitas dan autokorelasi konsisten milik Driscoll dan Kraay (1998).

Interaksi antara kebijakan fiskal dan kebijakan moneter dalam memengaruhi dinamika utang dan inflasi dapat dilihat dengan terlebih dahulu mempertimbangkan bagaimana kebijakan moneter merespons inflasi melalui aturan suku bunga, serta bagaimana kebijakan fiskal merespons beban utang melalui penyesuaian pajak. Respons-respons kebijakan ini tercermin dalam model melalui dua aturan yang dibangun oleh Leeper (1991) dalam Mao *et al* (2023) sebagai berikut:

$$R_t = \max \{1, R \cdot (\frac{\pi_t}{\pi})^{as}\} \quad (1.2)$$

$$T_{t+1} = T_t + Y_t^s (b_{t+1} - b) \quad (1.3)$$

Dimana pada R_t dan T_{t+1} masing-masing mewakili aturan suku bunga (Rezim M vs F) dan aturan pajak (respon terhadap utang). $s \in \{F, M\}$, $\pi_t = \frac{\pi_t}{\pi}$ adalah utang riil pemerintah, π dan R adalah tingkat utang riil dan suku bunga nominal dalam kondisi stabil, $a^M > 1 > a^F$ dan $y^M > y^F \geq 0$. Pengaturan kalibrasi $a^F = 0$ berarti suku bunga acuan tidak bereaksi terhadap inflasi, dan tingkat harga harus disesuaikan untuk menentukan nilai utang riil pada t , mengingat nilai fiskal lain dalam kendala anggaran pemerintah.

Rezim F mirip dengan rezim M (Galí, 2020; Mao et al., 2023) karena keduanya menerapkan kebijakan moneter pasif, di mana otoritas moneter tidak secara aktif mengendalikan inflasi. Perbedaannya terletak pada penentuan suku bunga kebijakan. Dalam rezim F, suku bunga ditentukan oleh aturan kebijakan (lihat persamaan 2.11), sedangkan dalam rezim M, suku bunga nominal dan saldo uang riil ditentukan bersama oleh fungsi permintaan uang dan anggaran pemerintah terpadu. Rezim M juga menekankan peran pendapatan seigniorage dalam pembiayaan fiskal. Dalam model ini, kami mengasumsikan bahwa probabilitas transisi ke rezim M meningkat seiring inflasi, seperti dalam Mao et al. (2023). Kenaikan suku bunga The Fed pada Maret 2022 menunjukkan bahwa inflasi tinggi menjadi faktor utama dalam pergeseran menuju kebijakan moneter aktif (Dewan Gubernur, 2022). Secara khusus, probabilitas peralihan dari rezim F ke M ($P_{F,t}$)...

$$p_{F,t} = \frac{1 - \exp[l_1 + l_2(\pi_t - 1 - \pi)]}{1 + \exp[l_1 + l_2(\pi_t - 1 - \pi)]} \quad (3.4)$$

Penelitian ini menggunakan suku bunga sebagai variabel dependen karena merupakan alat utama kebijakan moneter yang disesuaikan oleh bank sentral untuk merespons kondisi ekonomi. Ekspektasi inflasi dimasukkan karena bank sentral cenderung menaikkan suku bunga saat inflasi yang diharapkan meningkat, guna menjaga stabilitas harga (Clarida et al., 1999). Utang pemerintah memengaruhi kebijakan

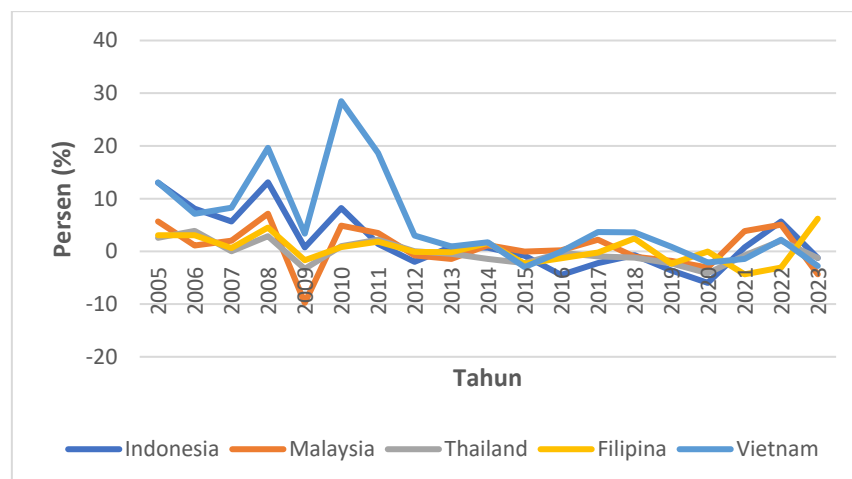
moneter karena beban utang tinggi dapat menekan bank sentral untuk mempertahankan suku bunga rendah, mencerminkan fenomena *fiscal dominance* (Corsetti et al., 2013). Pertumbuhan GDP menggambarkan kondisi ekonomi riil yang turut memengaruhi arah suku bunga; saat ekonomi tumbuh pesat, suku bunga biasanya dinaikkan untuk menghindari *overheating* (Bernanke & Mihov, 1998). Sehingga, dengan ketiga variabel diatas, persamaan sebagai berikut:

$$i_{it} = \alpha_1 + \beta_1 Exp Inf_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 GDP_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1.4)$$

4. HASIL DAN DISKUSI

Perkembangan Ekspektasi Inflasi di ASEAN-5

Menurut Teori Fisher, suku bunga nominal merupakan gabungan antara suku bunga riil dan ekspektasi inflasi (Fisher, 1930), sehingga ekspektasi inflasi menjadi elemen kunci dalam penentuan suku bunga oleh bank sentral. Stabilitas ekspektasi inflasi mencerminkan kredibilitas otoritas moneter dan memperkuat efektivitas kebijakan suku bunga dalam mencapai sasaran inflasi (Mishkin, 2007). Negara-negara ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Vietnam) menunjukkan perbedaan dalam pendekatan dan respons kebijakan moneter terhadap tekanan inflasi, yang berdampak pada pembentukan ekspektasi inflasi masing-masing.



Gambar 3. Tingkat Ekspektasi Inflasi di ASEAN-5 (Sumber: IMF, 2025)

Berdasarkan Gambar 3, Indonesia mengalami fluktuasi ekspektasi inflasi yang signifikan, dengan lonjakan hingga 12% pada 2008, sebelum stabil di kisaran 7–9% pada tahun-tahun berikutnya. Sebaliknya, Thailand dan Filipina menunjukkan pola ekspektasi inflasi yang lebih stabil di bawah 5%, berkat kerangka *inflation targeting* yang kredibel,

koordinasi fiskal-moneter yang baik, serta stabilitas politik dan pengelolaan subsidi yang hati-hati.

Malaysia mencatat penurunan ekspektasi inflasi drastis hingga sekitar -10% pada 2008 akibat krisis global, yang menekan permintaan ekspor dan menurunkan aktivitas industri. Sementara itu, Vietnam mengalami lonjakan ekspektasi inflasi pada 2010, dipicu oleh kenaikan harga global, lonjakan permintaan domestik, serta kebijakan moneter ekspansif. Namun, ekspektasi tersebut mulai menurun seiring pengetatan moneter dan pengendalian harga pasca-2010.

Perkembangan Utang Pemerintah di ASEAN-5

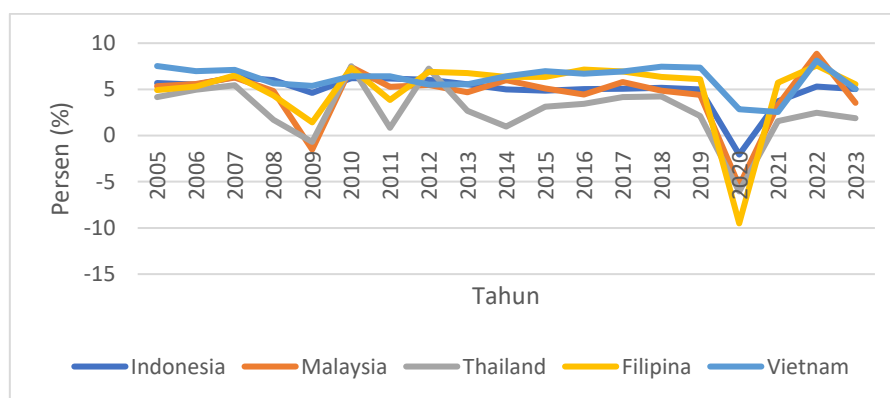
Kesinambungan fiskal dapat tercermin dari keseimbangan antara penerimaan dan pengeluaran negara, namun lebih dominan terlihat melalui belanja pemerintah, khususnya dalam pembiayaan defisit yang ditutupi oleh utang (Ciplis et al., 2015). Peningkatan utang pemerintah berpotensi menimbulkan tekanan pada anggaran dan memengaruhi kebijakan moneter melalui kenaikan suku bunga akibat persaingan antara sektor publik dan swasta dalam pasar dana. Selain itu, ekspektasi inflasi dan persepsi terhadap kredibilitas kebijakan moneter juga terpengaruh, khususnya jika utang dianggap tidak berkelanjutan, sehingga investor menuntut imbal hasil lebih tinggi (Fisher, 1930; Mishkin, 2007).

Struktur utang di ASEAN-5 menunjukkan perbedaan karakteristik. Indonesia didominasi oleh utang domestik dalam bentuk Surat Berharga Negara (SBN), dengan fokus pada jangka menengah-panjang dan strategi penguatan investor domestik. Malaysia memiliki struktur serupa, melalui MGS dan sukuk domestik, dengan risiko suku bunga relatif terkendali berkat dominasi investor institusional lokal. Filipina memiliki struktur utang yang seimbang antara domestik dan luar negeri, dengan strategi memperpanjang tenor dan memperdalam pasar keuangan domestik guna mengurangi ketergantungan pada utang valas. Thailand mengandalkan obligasi domestik berjangka menengah-panjang, dengan pasar obligasi yang kuat dan risiko nilai tukar yang rendah. Sementara itu, Vietnam masih relatif bergantung pada pinjaman luar negeri, namun secara bertahap mengembangkan pasar obligasi domestik serta memperkuat strategi pengelolaan utang jangka menengah. Secara keseluruhan, pengelolaan utang yang efektif dan struktur utang yang terkendali menjadi kunci dalam menjaga ruang fiskal, stabilitas moneter, dan kepercayaan investor di kawasan ASEAN-5.

Pertumbuhan Ekonomi di ASEAN-5

Pertumbuhan ekonomi di ASEAN-5 menunjukkan dinamika yang dipengaruhi oleh

kondisi global, terutama krisis keuangan 2008 dan pandemi Covid-19. Indonesia mencatat pertumbuhan stabil 5–6% selama 2005–2019, dengan ketahanan cukup baik saat krisis 2008. Pandemi 2020 menyebabkan kontraksi -2,1%, namun pemulihan bertahap terlihat pada 2021 (3,7%) hingga 2023 (5,0%), didorong oleh konsumsi, ekspor komoditas, dan reformasi investasi. Malaysia tumbuh rata-rata 5% sebelum pandemi, didukung oleh sektor manufaktur dan ekspor. Kontraksi -5,6% terjadi pada 2020 akibat dampak global. Pemulihan kuat tercatat pada 2022 (8,7%) namun melambat ke 4,1% pada 2023 seiring menurunnya efek stimulus dan tekanan eksternal. Filipina menunjukkan pertumbuhan impresif >6% pada 2010-an, namun mengalami kontraksi tajam -9,5% pada 2020 akibat lockdown ketat. Pemulihan ekonomi berlangsung secara progresif: 5,7% (2021), 7,6% (2022), dan 5,5% (2023), dipacu oleh konsumsi, investasi, dan reformasi fiskal. Thailand tumbuh moderat (2–4%) sebelum pandemi, namun sangat terdampak pada 2020 (-6,1%) karena ketergantungan pada pariwisata dan ekspor. Pemulihan lambat: 1,5% (2021), 2,6% (2022), dan kembali turun ke 1,8% (2023), dipengaruhi oleh lemahnya permintaan domestik dan tingginya utang rumah tangga. Vietnam menjadi negara dengan kinerja pertumbuhan paling solid. Selama 2005–2019, rata-rata PDB tumbuh 6–7%, didukung oleh FDI, ekspor, dan industrialisasi. Meski terdampak pandemi, Vietnam tetap tumbuh positif 2,9% (2020), naik menjadi 8,0% (2022), dan 5,2% (2023). Reformasi struktural dan integrasi global memperkuat ketahanan ekonominya.



Gambar 4. Tingkat Pertumbuhan GDP di ASEAN-5 (sumber: IMF, 2025)

Perkembangan Kebijakan Moneter di ASEAN-5

Negara ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand dan Vietnam) memiliki kesamaan yaitu sama-sama menggunakan kebijakan moneter melalui suku bunga. Meskipun masing-masing negara memiliki konteks ekonomi yang berbeda, kebijakan suku bunga ini berfungsi untuk memengaruhi permintaan agregat dalam

perekonomian, mengendalikan laju inflasi, serta mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Bank sentral di negara-negara tersebut, seperti Bank Indonesia (BI), Bank Negara Malaysia (BNM), Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP), Bank of Thailand (BOT), dan State Bank of Vietnam (SBV), melakukan penyesuaian terhadap suku bunga berdasarkan kondisi ekonomi domestik dan global yang terus berubah, seperti fluktuasi harga energi dan pangan, serta faktor eksternal lainnya.

Tabel 1. Kebijakan Suku Bunga di ASEAN-5

Negara	Nama Suku Bunga	Tujuan Kebijakan Moneter	Nama Bank Sentral	Frekuensi Penetapan Suku Bunga
Indonesia	BI rate	Menstabilkan inflasi dan mengendalikan perekonomian	Bank Indonesia (BI)	Setiap 2 minggu (Rapat Dewan Gubernur BI)
Malaysia	OPR (<i>Overnight Policy Rate</i>)	Menjaga stabilitas harga dan mendukung pertumbuhan ekonomi berkelanjutan.	Bank Negara Malaysia (BNM)	Setiap 6 minggu (rapat MPC)
Filipina	<i>Overnight Reverse Repurchase Rate</i> (RRP)	Menjaga stabilitas harga dan sistem keuangan	Bangko Sentral ng Pilipinas	Setiap 6 minggu (rapat MPC)
Thailand	<i>1-Day Repurchase Rate</i>	Menjaga stabilitas harga dan mendukung pertumbuhan ekonomi yang seimbang.	Bank of Thailand (BOT)	Setiap 6 minggu (rapat MPC)
Vietnam	<i>Refinancing Rate</i>	Menjaga stabilitas	State Bank of Vietnam	Setiap bulan (rapat

moneter dan mendukung pertumbuhan ekonomi.	(SBV)	dewan Direktur SBV)
---	-------	---------------------------

Sumber: Bank sentral ASEAN-5, 2025

Analisis Statistik Deskriptif

Mean untuk setiap variabel dalam dataset memiliki nilai positif. Hal ini menunjukkan bahwa nilai rata-rata dari masing-masing variabel cenderung berada di sisi positif distribusi

Tabel 2. Nilai Mean, Maksimum, Minimum, Standar Deviasi di ASEAN-5

	I	EXPINF	GD	GDP
Mean	4.665111	1.869556	4206.533	4.701222
Maks.	15.00000	28.49000	6976.000	8.120000
Min.	0.500000	-5.980000	41.00000	-9.510000
Std. Dev.	2.822039	5.422116	1226.979	2.900051
Obs.	90	90	90	90

Sumber: Lampiran 2, 2025

Pemilihan Model *Panel Least Square* (PLS)

Langkah analisis data berikutnya yaitu menentukan model data panel terbaik dengan menggunakan Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier.

Tabel 3. Hasil Estimasi Uji Chow, Uji Hausman dan Uji LM

Pengujian Model	Prob.	Hasil
Uji Chow	0.0000	FEM
Uji Hausman	0.0000	FEM
Uji LM	0.0000	REM

Sumber: Lampiran 4, 2025, diolah

Pemilihan model regresi panel dilakukan melalui serangkaian uji spesifikasi. Uji Chow digunakan untuk membandingkan *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model*. Hasil menunjukkan nilai probabilitas $< 0,05$, sehingga hipotesis nol ditolak dan *Fixed Effect Model* dinyatakan lebih sesuai. Selanjutnya, Uji Hausman dilakukan untuk memilih antara *Random Effect Model* dan *Fixed Effect Model*. Dengan nilai probabilitas $< 0,05$, hipotesis nol kembali ditolak, yang menegaskan bahwa *Fixed Effect Model* adalah model

paling tepat untuk estimasi dalam penelitian ini.

Analisis *Individual Effect*

Tabel 4. Uji Cross Id/*Individual Effect*

No	Negara	<i>Effect</i>
1.	Indonesia	1.809872
2.	Malaysia	-1.472816
3.	Thailand	-0.434169
4.	Filipina	-0.600264
5.	Vietnam	0.697376

Sumber: lampiran 5, 2025

Koefisien positif pada Indonesia dan Vietnam menunjukkan bahwa suku bunga tidak sepenuhnya dipengaruhi oleh variabel dalam model (ekspektasi inflasi, utang pemerintah, dan pertumbuhan GDP), melainkan kemungkinan besar dipengaruhi oleh faktor eksternal lain, dengan asumsi variabel independen bersifat konstan. Artinya, meskipun tanpa perubahan pada variabel-variabel tersebut, suku bunga cenderung meningkat. Sebaliknya, koefisien negatif pada Malaysia, Thailand, dan Filipina mengindikasikan bahwa kebijakan suku bunga di negara-negara ini dipengaruhi oleh variabel dalam model. Artinya, ketika terjadi perubahan pada ekspektasi inflasi, utang pemerintah, atau pertumbuhan GDP, suku bunga mengalami peningkatan. Pengaruh tersebut tercermin dari besarnya koefisien pada *individual effect* masing-masing negara.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui bahwa tidak terjadinya penyimpangan pada persamaan regresi yang dihasilkan dan konsisten. Uraian secara rinci mengenai pengujian asumsi klasik pada model regresi data panel dapat dilihat pada Tabel 5 dan 6

Tabel 5. Hasil Uji Asumsi Klasik

Model	Uji Asumsi Klasik	Metode	Prob.	Keterangan
	Normalitas	Uji <i>Jarque-Bera</i>	0.668251	Normal
	Heteroskedastisitas	Uji Glejser	0.181436	Tidak Heteroskedastisitas

Sumber: Lampiran 6,7, 2025

Tabel 6. Uji Multikolinearitas

	EXPINF	GD	GDP
EXPINF	1.000000	-0.131634	0.299789
GD	-0.131634	1.000000	-0.288050
GDP	0.299789	-0.288050	1.000000

Sumber: Lampiran 8, 2025, diolah

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan validitas model estimasi. Uji normalitas dengan metode *Jarque-Bera* menunjukkan bahwa data terdistribusi normal (probabilitas = 0,668). Uji heteroskedastisitas menggunakan metode *Glejser* menunjukkan tidak terdapat heteroskedastisitas, dengan nilai probabilitas sebesar 0,181. Untuk multikolinearitas, model dinyatakan bebas apabila nilai korelasi antar variabel independen $< 0,85$. Hasil pada Tabel 6 menunjukkan bahwa korelasi antara: *Ekspektasi inflasi dan utang pemerintah* = -0,131, *Ekspektasi inflasi dan GDP* = 0,299 dan *Utang pemerintah dan GDP* = -0,288. Seluruh nilai tersebut $< 0,85$, sehingga disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas dalam model.

Uji Statistik

Uji t

Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara individual dalam menjelaskan variasi variabel dependen.

Tabel 7. Uji t

Variabel	Koefisien	t-Statistic	Prob	Kesimpulan
X1 (EXPINF)	0.290942	9.717627	0.0000	Signifikan
X2 (GD)	-0.000322	-2.305704	0.0235	Signifikan
X3 (GDP)	0.133551	2.289711	0.0245	Signifikan

Sumber: Lampiran 10, 2025

Berdasarkan Tabel 7, hasil uji t menunjukkan bahwa seluruh variabel independen berpengaruh signifikan terhadap suku bunga. Variabel ekspektasi inflasi (EXPINF) memiliki nilai *t-statistic* sebesar 9,717 dengan probabilitas 0,0000 ($< 0,05$), yang menunjukkan pengaruh signifikan. Variabel utang pemerintah (GD) juga berpengaruh signifikan terhadap suku bunga dengan *t-statistic* -2,305 dan probabilitas 0,0235 ($< 0,05$). Begitu juga dengan variabel pertumbuhan GDP menunjukkan pengaruh signifikan dengan *t-statistic* 2,289 dan probabilitas 0,0245 ($< 0,05$). Dengan demikian, ketiga variabel secara parsial terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan suku bunga dalam model.

Uji F

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui sejauh mana variabel independen yang digunakan mampu menjelaskan variabel dependen. Dalam penelitian ini, diuji apakah variabel independen yaitu ekspektasi inflasi (X_1), utang pemerintah (X_2), dan pertumbuhan GDP (X_3) secara simultan berkaitan terhadap variabel dependen yaitu suku bunga (Y), dan apakah model tersebut sesuai atau tidak. Hasil yang didapat dalam penelitian ini adalah

Tabel 8. Uji F

Statistik	Nilai
F-Statistik	28.80199
Probabilitas (p-value)	0.000000

Sumber: Lampiran 10, 2025, diolah

Berdasarkan tabel 8, diketahui nilai F-Statistik sebesar 28.801 dengan nilai probabilitas sebesar 0.0000, lebih kecil daripada 0,05 maka H_0 ditolak, maka ekspektasi inflasi (X_1), utang pemerintah (X_2), dan pertumbuhan GDP (X_3) berpengaruh signifikan terhadap suku bunga (Y).

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 adalah antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel bebas dalam menjelaskan variasi variabel terikat sangat terbatas. Nilai R^2 sebesar 0.483 (48,3%) dapat diinterpretasikan bahwa variabel ekspektasi inflasi (X_1), utang pemerintah (X_2), dan pertumbuhan GDP (X_3) menjelaskan variabel suku bunga (Y) sebesar 48,3% dan sisanya dipengaruhi variabel independen lain di luar penelitian sebesar 51,7%.

Implikasi Kebijakan

Temuan penelitian ini memberikan gambaran penting mengenai hubungan antara ekspektasi inflasi, utang pemerintah, dan pertumbuhan GDP terhadap kebijakan suku bunga di ASEAN-5. Pola hubungan yang ditemukan dapat menjadi acuan dalam perumusan kebijakan makroekonomi yang lebih adaptif dan terintegrasi. Indonesia perlu menjaga keseimbangan antara pengendalian inflasi dan pengelolaan utang. Mengingat ekspektasi inflasi yang kuat berdampak pada kenaikan suku bunga, Bank Indonesia

harus memperkuat transparansi kebijakan moneter agar dapat meredam gejolak ekspektasi. Di sisi lain, strategi fiskal yang hati-hati sangat penting untuk mencegah dominasi fiskal yang bisa membatasi ruang gerak moneter.

Di Malaysia, implikasinya terletak pada perlunya sinergi antara kebijakan moneter dan fiskal. Karena pertumbuhan ekonomi dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap suku bunga, namun utang pemerintah memberikan tekanan negatif, stabilitas fiskal harus dijaga agar tidak melemahkan efektivitas kebijakan suku bunga ke depan.

Thailand menghadapi tantangan dalam menjaga kredibilitas moneter di tengah peningkatan utang. Bank sentral perlu menyeimbangkan antara kebutuhan mendorong pertumbuhan dan menjaga beban utang. Reformasi fiskal dan penguatan penerimaan negara dapat memberikan ruang bagi kebijakan suku bunga yang lebih fleksibel tanpa mengorbankan kestabilan fiskal.

Bagi Filipina, tekanan utang yang tinggi membuat penyesuaian suku bunga menjadi dilematis. Implikasinya, Bank Sentral Filipina harus mengoptimalkan instrumen lain seperti komunikasi forward guidance dan operasi pasar terbuka untuk tetap menjaga ekspektasi inflasi tanpa harus selalu mengandalkan kenaikan suku bunga yang memperberat pembiayaan negara.

Vietnam menunjukkan bahwa respons moneter terhadap inflasi dan pertumbuhan bisa berjalan efektif jika didukung oleh konsistensi fiskal. Namun, tantangan eksternal seperti volatilitas harga komoditas tetap harus diwaspadai. Oleh karena itu, diversifikasi sumber pembiayaan dan peningkatan efisiensi belanja publik menjadi strategi penting untuk menjaga keberlanjutan fiskal dan mendukung efektivitas kebijakan moneter.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk meninjau pengaruh ekspektasi inflasi, pemerintah utang, dan pertumbuhan PDB terhadap kebijakan moneter di negara-negara ASEAN-5, yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Vietnam. Variabel ketiga ini merupakan faktor penting yang sering kali menjadi pertimbangan utama dalam penyusunan kebijakan moneter, khususnya dalam penetapan suku bunga dan pengendalian inflasi oleh bank sentral. Analisis deskriptif menunjukkan bahwa terdapat variasi yang cukup signifikan dalam perkembangan ekspektasi inflasi, tingkat utang pemerintah, dan pertumbuhan PDB antar negara ASEAN-5 selama periode penelitian. Beberapa negara menerapkan kebijakan suku bunga yang lebih ketat sebagai respons terhadap tekanan inflasi, sementara negara lain mengambil pendekatan yang lebih fleksibel. Tingkat utang pemerintah juga berbeda-beda, tergantung pada struktur

pembiayaan dan strategi pengelolaan utang masing-masing negara.

Dengan menggunakan metode Panel Least Square (PLS), hasil estimasi menunjukkan bahwa ekspektasi inflasi dan pertumbuhan PDB berpengaruh secara positif signifikan terhadap kebijakan moneter, khususnya terhadap kenaikan suku bunga. Hal ini menunjukkan bahwa ketika ekspektasi inflasi meningkat atau perekonomian tumbuh lebih cepat, bank sentral cenderung merespons dengan kebijakan moneter yang lebih ketat guna menjaga stabilitas harga dan mencegah overheating. Sebaliknya, peningkatan utang pemerintah berkontribusi pada penurunan tingkat suku bunga, yang menunjukkan kemungkinan terjadinya tekanan fiskal terhadap independensi kebijakan moneter—fenomena yang sering diasosiasikan dengan dominasi fiskal. Setiap negara menunjukkan respons kebijakan yang khas. Di Indonesia, Bank Indonesia mengendalikan inflasi melalui suku bunga SBI dan BI Rate, meskipun tetap rentan terhadap guncangan eksternal seperti kenaikan harga pangan dan energi. Malaysia menampilkan pendekatan yang adaptif dengan menjaga keseimbangan antara pengendalian inflasi dan pertumbuhan, serta koordinasi yang erat antara kebijakan fiskal dan moneter. Thailand menjadikan suku bunga sebagai instrumen utama stabilitas perekonomian, namun peningkatan utang pemerintah membatasi efektivitas kebijakan tersebut. Di Filipina, kenaikan suku bunga untuk menekan inflasi menciptakan dilema karena turut memperberat beban utang pemerintah. Sementara itu, Vietnam menunjukkan langkah maju dalam pengelolaan dengan menyesuaikan utang suku bunga secara proaktif, meskipun tetap menghadapi risiko inflasi akibat volatilitas global.

Saran

Temuan ini memberikan beberapa implikasi kebijakan penting bagi negara-negara ASEAN-5. Pertama, bank sentral perlu lebih responsif terhadap dinamika ekspektasi inflasi dan pertumbuhan ekonomi dalam merumuskan kebijakan suku bunga. Transparansi dan kebijakan komunikasi yang baik akan membantu mengelola ekspektasi publik dan meningkatkan kredibilitas bank sentral. Kedua, pemerintah perlu menjaga kehausan fiskal dengan mengelola utang secara hati-hati, agar tidak membatasi ruang gerak kebijakan moneter. Koordinasi yang erat antara kebijakan fiskal dan moneter menjadi penting agar pelanggaran suku bunga tidak menciptakan ketergantungan fiskal terhadap kebijakan moneter. Ketiga, penguatan struktur ekonomi domestik perlu terus didorong untuk meningkatkan ketahanan makroekonomi dalam jangka panjang. Pertumbuhan PDB yang berkelanjutan harus didukung oleh kebijakan yang saling melengkapi antara otoritas fiskal dan moneter, sekaligus mengantisipasi tekanan eksternal seperti krisis global atau pandemi di masa depan.

REREFENSI

- Alvinasab, S. M. (2016). *Monetary policy and economic growth: A case study of Iran. International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4(3), 234–243.
- Bianchi, F., & Melosi, L. (2017). The dire effects of the lack of monetary and fiscal coordination. *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper*, No.2017-19.
- Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The science of monetary policy: A New Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1661–1707.
- Cochrane, John H. “Fiscal Theory and Political Economy.” *Princeton University Press*, 2023.
- Fisher, Irving. “The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It.” *Macmillan*, 1930.
- Galí, J. (2008). *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*. Princeton University Press.
- Ghazali, M. F., & Ismail, N. (2019). *The effects of interest rate changes on consumption and investment in ASEAN economies*. *Asian Economic and Financial Review*, 9(1), 123–135.
- Granville, B., & Mallick, S. (2004). Fisher hypothesis: UK evidence over a century. *Applied Economics Letters*, 11(2), 87–90.
- Hyman, David N. *FEDERAL STATE AND LOCAL GOVERNMENT FEDERAL STATE AND LOCAL TOTAL YEAR Apago PDF Enhancer*. 2011, p. 808.
- Leeper, E. M. (1991). Policy rules, information, and fiscal effects in a Ricardian world. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 34, 265–296.
- Leeper, E. M. (2016). Fiscal policy and inflation. *Annual Review of Economics*, 8, 51–76.
- Mankiw, N. Gregory. 2016. *Macroeconomics*. 9th ed. New York: Worth Publisher
- Mishkin, F. S. (2015). *Macroeconomics: Policy and Practice* (2nd ed.). Boston: Pearson.
- Nasir, M. A., Qori’ah, C. G., Wardhono, A., Lestari, S. A., & Indrawati, Y. (2013). ASEAN economic and monetary integration: The feasibility of the optimum currency area. In *Prosiding Seminar Nasional Ekonomi dan Bisnis* (pp. 1–18). Universitas Jember.
- Rahman, M. M., & Aziz, M. A. (2021). *Public debt, interest rates, and central bank policy conflicts in emerging markets*. *Emerging Markets Finance & Trade*, 57(10), 2831–2850.
- Srithilat, K., & Sun, G. (2017). *The impact of monetary policy on economic development:*

- evidence from Lao PDR*. Global Journal of Human-Social Science: Economics, 17(2), 9–16.
- Wardhono, A. (2015). *Studi kesinambungan fiskal pada variabel makro ekonomi Indonesia: Analisis VAR*. Jurnal Ekonomi Kuantitatif Terapan (JEKT), 8(2), 113–121.
- Warjiyo, P. (2003). *Kebijakan moneter di Indonesia: Teori dan praktik*. Penerbit Salemba Empat.
- Wulandari, F. (2022). *Ekspektasi inflasi dan transmisi kebijakan moneter di Indonesia*. Jurnal Ekonomi dan Kebijakan Publik, 13(2), 101–115.