



PEMAHAMAN ALIRAN MONETER DAN FISKAL DALAM KONSEP PERMINTAAN UANG DI INDONESIA: SEBUAH PENDEKATAN LITERATUR

Muhammad Zilal Hamzah
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Trisakti, Jakarta
mhd_zilal_hamzah@trisakti.ac.id

Eleonora Sofilda
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Trisakti, Jakarta
eleonorasofilda@trisakti.ac.id

Eferedo*
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Trisakti, Jakarta
eferedo31@trisakti.ac.id

*Alamat Korespondensi: eferedo31@trisakti.ac.id

ABSTRACT

Institutions such as the Ministry of Finance and the Central Bank have a strategic role in determining the macro direction of an economy. Not only that, other institutions, such as the Financial Services Authority (OJK) and the Deposit Insurance Corporation (LPS), also support the creation of conducive macroeconomic conditions, especially through the monetary sector. Monetary and fiscal policies are the main instruments used by the Indonesian government to intervene in the economy at a macro level. However, in theory, both still leave debate regarding their level of effectiveness. Therefore, this study aims to analyze the effectiveness of these two policies and is expected to have implications for Public Service Agencies, especially institutions in the financial ecosystem. This study uses a Meta-Analysis approach using OpenMee software to calculate the combined effect on each existing data. The main findings in this study show that only the income variable has a significant influence on the demand for money in the short term. However, the elasticity of the interest rate variable was found to be more inelastic. This condition is in accordance with monetarist assumptions which consider money as a form of substitute for real assets. Indonesia's lagging condition of financial literacy and inclusion can be a factor that explains that people have a substitution preference for real assets compared to financial assets. This study has the implication that monetary policy is more effective in encouraging output growth compared to fiscal policy. Therefore, it is hoped that the role of the financial authorities will be to support monetary policy further.

Keywords: Monetarism, Fiscalism, Interest, Money Demand, META Analysis.

ABSTRAK

Lembaga seperti Kementerian Keuangan dan Bank Sentral memiliki peran strategis dalam menentukan arah makro suatu perekonomian. Tak hanya itu, lembaga lainnya seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Lembaga Penjaminan Simpanan (LPS), juga mendukung terciptanya kondisi perekonomian makro yang kondusif, khususnya melalui sektor moneter. Kebijakan moneter maupun fiskal merupakan instrumen utama yang digunakan pemerintah Indonesia untuk mengintervensi perekonomian secara makro, namun secara teori keduanya masih menyisakan perdebatan mengenai tingkat efektivitasnya. Oleh karena itu studi ini bertujuan untuk menganalisis mengenai efektivitas antara kedua kebijakan tersebut serta diharapkan mampu berimplikasi bagi *Public Service Agencies*, khususnya lembaga yang berada pada ekosistem keuangan. Studi ini menggunakan pendekatan Analisis Meta dengan menggunakan bantuan perangkat lunak *OpenMee* dalam melakukan perhitungan efek gabungan pada setiap data yang ada. Temuan utama dalam studi ini menunjukkan bahwa, hanya variabel pendapatan yang memiliki pengaruh signifikan terhadap permintaan uang dalam jangka pendek. Namun demikian, elastisitas variabel suku bunga ditemukan bersifat lebih inelastis. Kondisi tersebut sesuai dengan asumsi monetaris yang menganggap uang juga sebagai bentuk substitusi dari aset riil. Kondisi literasi dan inklusi keuangan Indonesia yang masih tertinggal dapat menjadi faktor yang menjelaskan bahwa masyarakat memiliki preferensi substitusi pada aset riil dibandingkan dengan aset keuangan. Studi ini berimplikasi bahwa kebijakan moneter lebih efektif dalam mendorong pertumbuhan output dibandingkan dengan kebijakan fiskal. Oleh karena itu, diharapkan peran dari otoritas keuangan untuk mendukung kebijakan moneter tersebut.

Kata kunci: Monetarisme, Fiskalisme, Suku Bunga, Permintaan Uang, Analisis META.

KLASIFIKASI JEL: B22, E41, O11

CARA MENGUTIP:

Hamzah, M., Z., Sofilda, E., & Eferedo. (2023). Pemahaman aliran moneter dan fiskal dalam konteks permintaan uang di Indonesia: Sebuah pendekatan literatur. *Indonesian Treasury Review: Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara dan Kebijakan Publik*, 8(4), 321-333

PENDAHULUAN

Peran Sektor Keuangan

Lembaga keuangan memiliki peran yang sangat penting dalam menjaga stabilitas ekonomi suatu negara. Bank, Asuransi, Pasar Modal, Lembaga-Lembaga Keuangan Derivatif, maupun lembaga keuangan lainnya, berperan sebagai pilar utama dalam mendukung pertumbuhan ekonomi dan melindungi kepentingan finansial masyarakat. Pentingnya lembaga keuangan di tingkat global dapat dilihat dari perannya dalam mendukung transaksi perdagangan internasional. Bank-bank tersebut menjadi fasilitator yang memfasilitasi transaksi lintas batas sekaligus memainkan peran kunci dalam pembiayaan perdagangan. Peran kunci tersebut menjadikan transaksi keuangan secara global lebih efisien dan efektif. Selanjutnya, selain sebagai fasilitator pembayaran tersebut, lembaga keuangan global juga berperan dalam memitigasi risiko keuangan yang dapat terjadi secara internasional. Mitigasi ini dapat dilakukan diantaranya melalui pengelolaan risiko beberapa instrumen seperti mata uang, suku bunga, dan risiko kredit, yang kesemuanya dapat mempengaruhi stabilitas ekonomi global.

Selain itu, peran bank dalam konteks globalisasi keuangan juga sangat krusial. Dalam era globalisasi, di mana batas-batas antar negara semakin terbuka, peran bank melibatkan hubungan keuangan yang kompleks di tingkat internasional. Peran perbankan dalam menyediakan (misalnya *Letter of Credit*) memastikan terlaksananya pembayaran antara importir dan eksportir yaitu dengan menempatkan bank sebagai perantara yang mengonfirmasi pembayaran ketika syarat-syarat tertentu terpenuhi. Dengan demikian, bank membantu mengurangi risiko transaksi dan memungkinkan pertukaran barang dan jasa antar negara terjadi dengan lancar.

Tidak hanya berperan dalam memitigasi risiko transaksi, bank juga memainkan peran penting dalam menghadapi perubahan global melalui inovasi finansial dan teknologi (Barr, 2004). Perbankan terlibat dalam pengembangan solusi keuangan berbasis teknologi, seperti layanan perbankan digital, *cashless*, dan teknologi *Block Chain*. Inovasi ini membantu mempercepat proses transaksi keuangan dan mempermudah akses ke layanan keuangan di seluruh dunia. Perbankan dalam keuangan digital menjadi pilar utama dalam mengarahkan evolusi dan adaptasi sistem keuangan terhadap era digital. Perbankan tidak hanya menjadi penyedia layanan keuangan secara tradisional tetapi juga katalisator utama dalam penerapan keuangan digital. Adapun hal tersebut dicerminkan melalui inovasi seperti aplikasi perbankan seluler, *internet banking*, dan *platform* pembayaran digital. Perbankan akan mempermudah akses nasabah terhadap layanan

PENERAPAN DALAM PRAKTIK

- Variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap permintaan uang dalam jangka pendek dan juga memiliki nilai koefisien inelastis. Variabel pendapatan memiliki pengaruh signifikan terhadap permintaan uang dalam jangka pendek.
- Kebijakan moneter lebih efektif dalam mendorong *output* dibanding kebijakan fiskal di Indonesia. Kondisi tingkat literasi dan inklusi keuangan dapat menjadi salah satu penyebab kurva permintaan uang yang cenderung inelastis.
- Kondisi tingkat literasi dan inklusi yang masih rendah juga berdampak pada optimalisasi peran otoritas moneter dan keuangan; baik dalam mendorong pertumbuhan *output* maupun dalam perbaikan inklusi keuangan itu sendiri.

keuangan kapan saja dan di mana saja. Kemudahan akses yang didapatkan tentu akan berdampak pada peningkatan pada inklusi keuangan. Sarma & Pais (2011) dan Mohan (2006) menjadikan aspek aksesibilitas sebagai dimensi atau bagian konstruktif dari variabel inklusi keuangan

Di tingkat nasional, lembaga keuangan berperan sebagai mesin penggerak pertumbuhan ekonomi. Perbankan juga memberikan pinjaman kepada perusahaan untuk melakukan investasi dan pengembangan skala bisnis. Selain itu, perbankan juga menyediakan layanan perbankan kepada individu (Dana Pihak Ketiga) seperti tabungan dan pinjaman yang mampu mendukung pertumbuhan konsumsi serta investasi. Lembaga keuangan non-bank, seperti pasar modal dan perusahaan asuransi, juga ikut berkontribusi dalam mendiversifikasi sumber pembiayaan dan melindungi risiko ekonomi. Asuransi, sebagai bagian dari lembaga keuangan, memainkan peran kunci dalam melindungi individu dan bisnis dari risiko finansial yang tidak terduga. Hal tersebut memberikan rasa aman kepada pasar dan memastikan bahwa kehidupan sehari-hari dan aktivitas bisnis dapat berjalan lancar meskipun risiko kerugian tetap ada.

Selain itu, lembaga keuangan juga berperan dalam pengelolaan kebijakan moneter suatu negara. Bank sentral, sebagai lembaga keuangan yang bertanggung jawab atas kebijakan moneter, mengatur jumlah penawaran uang dan tingkat bunga guna mencapai target inflasi yang ditetapkan. Hal tersebut merupakan sebuah upaya dalam menjaga stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi yang *Prudent*, dan tingkat ketenagakerjaan alami.

Peran lain lembaga keuangan juga di sisi lain adalah terkait memerangi kejahatan bidang keuangan, misalnya seperti pencucian uang dan pendanaan teroris. Hal tersebut dicapai melalui

penerapan regulasi serta pengawasan terkait transaksi keuangan yang transparan. Secara tidak langsung, peran tersebut menjaga reputasi sektor keuangan secara keseluruhan serta mendorong peningkatan kepercayaan masyarakat terhadap lembaga keuangan. Adapun peningkatan kepercayaan tersebut juga akan berdampak pada tingkat inklusi keuangan. Studi yang dilakukan oleh Xu (2020) dengan jumlah sampel keseluruhan sebanyak 45.000 responden yang tersebar di 90 negara. Adapun hasil dari studi tersebut menunjukkan bahwa, kepercayaan sosial berpengaruh terhadap tingkat inklusi keuangan. Selain itu, studi yang dilakukan di Zimbabwe juga memiliki hal yang serupa dimana variabel *Trust* berpengaruh signifikan terhadap tingkat inklusi keuangan (lihat Sanderson *et al.*, 2018). Studi terbaru yang dikembangkan oleh Koomson *et al.* (2023) pun juga menunjukkan hal yang serupa terkait pengaruh yang signifikan dari variabel kepercayaan terhadap tingkat inklusi keuangan.

Selain itu, keterkaitan antara sektor keuangan dengan sektor riil semakin nyata dengan hadirnya Lembaga Perbankan melalui pemberian kredit atau pembiayaan (intermediasi). Pembiayaan yang diberikan merefleksikan setiap jumlah penawaran uang yang akan disesuaikan dengan jenis portofolio aset, khususnya pada aset riil (Morgan, 1978). Konsep penawaran uang tersebut tercermin dalam dua kebijakan besar (*grand policy*) dari suatu perekonomian yakni kebijakan fiskal dan kebijakan moneter. Di Indonesia, kebijakan fiskal berada dalam ranah keuangan negara (fiskal) serta dalam pengendalian Kementerian Keuangan (*Ministry of Finance*), sementara itu kebijakan moneter berada dalam ranah peredaran uang dan ada dalam pengendalian Bank Indonesia (*Central Bank*). Peran lain Bank Indonesia sebagai otoritas moneter adalah: (i). Menjaga stabilitas sistem keuangan; (ii). Pengaturan dan pengawasan bank; dan (iii). *The Lender of last resort*. Sementara itu, jumlah uang beredar yang berada pada sirkulasi keuangan negara tidak terlepas dari peran perbankan sebagai lembaga intermediasi, termasuk juga di Indonesia. Dalam melakukan fungsi intermediasi, perbankan didukung oleh beberapa lembaga dalam menjalankan aktivitas bisnisnya, misalnya Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Lembaga Penjaminan Simpanan (LPS), dan sebagainya. Sebagaimana diketahui, fungsi utama yang dijalankan oleh OJK adalah sebagai pengawas kegiatan keuangan (seperti perbankan, pasar modal dan lainnya) dan LPS sebagai penjamin setiap dana yang disimpan nasabah di industri perbankan.

Selain dari pada itu, fungsi utama tersebut juga dilakukan dalam rangka memelihara stabilitas sistem perbankan. Pemeliharaan stabilitas sistem tersebut sangat erat kaitannya dengan penyelesaian

kegagalan bank; baik yang berdampak sistemik maupun tidak. Menurut Perppu JPSK (Jaring Pengaman Sistem Keuangan), yang dimaksud dengan kegagalan Bank Berdampak Sistemik adalah kondisi sulit yang ditimbulkan oleh suatu Lembaga Keuangan Bank dan Non-Bank (LKBB) atau gejolak pasar keuangan yang jika tidak diatasi dapat menyebabkan hilangnya kepercayaan terhadap sistem keuangan dan perekonomian nasional. Melalui definisi tersebut dampak sistemik sendiri bertumpu pada faktor kepercayaan publik (*public trust*) terhadap Lembaga-lembaga keuangan, khususnya bagi perbankan yang memainkan peran krusial bagi perekonomian Indonesia. Hal tersebut tentunya menjadikan perbankan sebagai Lembaga yang mengemban tugas yang terbilang cukup menantang, meskipun kewajiban tersebut bukan hanya bagian dari perbankan saja. Dengan kata lain, banyak pihak yang memainkan peran krusial dalam menjaga stabilitas makroekonomi suatu negara.

Tantangan utama dan yang paling jelas dalam menjaga stabilitas sistem keuangan di Indonesia adalah terkait dengan kondisi literasi serta inklusi keuangan saat ini. Sebagai contoh, tingkat inklusi keuangan Indonesia masih berkisar di antara 70%-75% di tahun 2021, tertinggal jauh oleh negara tetangga seperti Singapore (dengan tingkat inklusi mencapai 98%), Malaysia (85%), dan Thailand (82%) (RRI, 2021). Ketertinggalan Indonesia dibuktikan dengan akses masyarakat Indonesia kepada institusi keuangan yang masih sulit. Fungacova & Weill (2015) dalam studinya juga mengatakan bahwa jumlah kepemilikan rekening pada suatu institusi keuangan (*Account Ownership*) juga disebabkan oleh tingkat aksesibilitas produk keuangan. Hal tersebut menjadikan aksesibilitas merupakan salah satu indikator dalam mengukur inklusi keuangan sehingga, dalam hal ini, meningkatkan akses masyarakat dalam mendorong pertumbuhan keuangan yang inklusif adalah hal yang penting. Wardhono *et al.* (2016) berpendapat bahwa terdapat beberapa permasalahan yang dihadapi Indonesia, khususnya dari sisi pengguna (masyarakat), yang menghambat pertumbuhan inklusi keuangan yakni: (i). Tingkat literasi mengenai produk keuangan yang masih minim; (ii). Masih mahal biaya administrasi yang dibutuhkan untuk membuka akun/rekening; (iii). Kesulitan dalam proses administratif kredit atau pembiayaan, khususnya dalam hal legalitas, sehingga menahan pemberian kredit bagi Usaha Mikro Kecil dan Menengah (UMKM); dan (iv). Asimetrik informasi yang terjadi pada sebagian masyarakat mengenai produk keuangan.

Kendala sebaliknya juga dihadapi oleh pihak penyedia jasa keuangan itu sendiri seperti: (i). Keterbatasan penyediaan produk pada area-area tertentu, khususnya daerah terpencil, sehingga sulit untuk memperluas jaringan kantor cabang pada

daerah yang dimaksud; dan (ii). Terdapat asimetrik informasi mengenai pengguna jasa keuangan (Wardhono, et al., 2016). Selanjutnya, tantangan/hambatan yang muncul pada kedua pihak (pengguna/penyedia layanan jasa keuangan) menjadi penting untuk dibahas. Fakta tersebut secara implisit mengartikan bahwa, kondisi literasi dan inklusi keuangan yang masih rendah akan berdampak juga pada tingkat *awareness* masyarakat Indonesia terkait peran strategis yang dimiliki Lembaga Keuangan dalam menjaga dana-dana yang disimpan di Bank dan di Lembaga keuangan non-bank lainnya. Lebih lanjut, hal tersebut dapat menjadi tantangan tersendiri bagi Lembaga Keuangan dalam mendukung kebijakan; baik fiskal maupun moneter.

Kebijakan Moneter dan Kebijakan Fiskal

Kemampuan integrasi antara kebijakan moneter dengan fiskal merupakan suatu aspek krusial (penting) dalam pembentukan dan pengelolaan kebijakan ekonomi suatu negara. Kedua bidang kebijakan tersebut yakni kebijakan moneter (yang pengeturannya dilakukan oleh bank sentral) dan kebijakan fiskal (yang pengaturannya berada di bawah tanggung jawab pemerintah, dalam hal ini Kementerian keuangan), saling terkait dan saling memengaruhi satu sama lain dalam upaya mencapai tujuan-tujuan makroekonomi. Pengintegrasian keduanya melibatkan koordinasi yang erat untuk mencapai stabilitas ekonomi, mengendalikan inflasi, mempromosikan pertumbuhan ekonomi, dan pada akhirnya untuk mencapai kesejahteraan masyarakat.

Efektivitas kebijakan moneter dan kebijakan fiskal menjadi landasan utama dalam menjaga stabilitas ekonomi suatu negara. Kebijakan moneter, yang diimplementasikan oleh bank sentral, berfokus pada pengaturan jumlah uang beredar dan suku bunga. Sementara itu, kebijakan fiskal, yang menjadi domain kementerian keuangan, terkait dengan pengelolaan perpajakan dan pengeluaran atau belanja publik. Keduanya bekerja bersama untuk mencapai tujuan-tujuan makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan, pengendalian inflasi, dan ataupun stabilitas pasar tenaga kerja.

Keberhasilan suatu negara dalam mencapai tujuan-tujuan makroekonomi sangat tergantung pada efektivitas koordinasi antara kebijakan moneter dan fiskal. Menurut Blanchard & Johnson (2013), secara konsep terdapat dua sifat kebijakan, (baik fiskal dan moneter) yakni bersifat kontraktif dan ekspansif. Lebih lanjut, kebijakan moneter yang ketat atau kontraktif seperti peningkatan suku bunga dan penurunan jumlah penawaran uang dapat digunakan untuk meredam inflasi, dalam jangka panjang. Sementara itu, kebijakan moneter yang ekspansif seperti penurunan suku bunga dan

peningkatan penawaran uang, akan memberikan stimulus bagi sektor riil untuk melakukan konsumsi dan investasi. Selanjutnya, kebijakan fiskal yang bersifat kontraktif seperti pengetatan anggaran dan peningkatan pajak akan berdampak pada konsumsi sektor riil. Sementara itu stimulus ekonomi pada saat krisis, dapat mempercepat pemulihan ekonomi (kontraktif). Sehingga Ketika kurangnya koordinasi antara keduanya, dapat mengakibatkan konflik kebijakan dan menciptakan ketidakpastian di pasar. Oleh karena itu, efektivitas kebijakan moneter dan fiskal merupakan unsur kunci dalam menciptakan lingkungan ekonomi yang seimbang dan memberikan manfaat yang maksimal bagi masyarakat secara keseluruhan.

Meskipun kebijakan fiskal dan moneter adalah penopang dalam perekonomian, tetapi tingkat efektivitas di antara keduanya telah menjadi perdebatan sejak dulu, khususnya pada kalangan *monetarist* dan *fiscalist* (Morgan, 1978). Perbedaan ini muncul khususnya pada aspek permintaan uang yang berujung pada sifat elastisitas suku bunga dari permintaan uang (Morgan, 1978 dan Suparmoko & Sofilda, 2020).

Teori permintaan uang merupakan sebuah turunan dari teori kuantitas uang modern yang dikembangkan oleh Friedman, di mana uang dianggap sebagai aset riil dan memasukkan variabel *wealth* ke dalam fungsi permintaan uang (lihat Handa, 2009). Variabel *wealth* sendiri terbagi menjadi dua, yakni: *Human Wealth* (kekayaan manusia) dan *Non-Human Wealth* (kekayaan non manusia) di mana keduanya merupakan bagian dari pendapatan permanen (Friedman, 1957). Menurut kaum *monetarist*, elastisitas suku bunga juga cenderung rendah pada permintaan uang dan terlihat lebih didominasi oleh efek pendapatan (Morgan, 1978 dan Warjiyo & Zulverdi, 1998). Perbedaan elastisitas tersebut menyebabkan perbedaan interpretasi dan implikasi atas model keseimbangan IS-LM, khususnya dalam efektivitas kebijakan moneter dan fiskal (Morgan, 1978).

Variasi hasil penelitian, sebagaimana yang terangkum dalam beberapa studi terdahulu yaitu sebagai berikut: Rakic & Radenovic (2013) dalam penelitiannya di Negara Serbia, menunjukkan bahwa kebijakan moneter lebih efektif dibandingkan dengan kebijakan fiskal. Hasil yang serupa juga ditemukan pada studi Sen & Kaya (2015) di Turki, Idris (2019) di Nigeria, Havi & Enu (2014) di Ghana, dan Saqib & Aggrawal (2017) di Pakistan. Selanjutnya, Cagan & Schwartz (1975) berpendapat bahwa inovasi keuangan yang terjadi menyebabkan elastisitas suku bunga dari permintaan uang semakin mengecil. Hasil yang berlawanan ditemukan dalam studi Ozer & Karagol (2018) di Turkey dari tahun 1998-2016 dengan mengadopsi model ARDL. Selanjutnya ditemukan bahwa, kebijakan fiskal di Negara Nigeria lebih

efektif dalam mendorong *output* dibandingkan dengan kebijakan moneter (Musa et al., 2013; Adegioriola, 2018; dan Ehikioya et al., 2018). Hasil yang sama ditemukan pula dalam studi Bokreta & Benanaya (2016) di Algeria, dan dalam studi Praise & Jacob (2018) di 47 negara Afrika.

Sejumlah studi empirik terkait efektivitas kedua kebijakan ini juga sudah banyak dilakukan di Indonesia (lihat diantaranya: Yunanto & Medyawati, 2014; Orpriyant & Wilantari, 2017; Atmojo, 2018; dan Delin, 2020). Di dalam studi-studi tersebut kebijakan moneter disebutkan lebih efektif dalam mendorong pertumbuhan *output* dibandingkan dengan kebijakan fiskal. Disisi sebaliknya, juga ditemukan bahwa kebijakan fiskal justru lebih efektif dalam mendorong output di Indonesia daripada kebijakan moneter (lihat diantaranya: Gusti, 2014 dan Safriadi & Syahnur, 2014). Dapat disimpulkan bahwa efektivitas dari kedua kebijakan ini (Moneter dan Fiskal), salah satunya merupakan implikasi dari sifat elastisitas suku bunga dari permintaan uang (lihat juga Morgan, 1978).

Dengan munculnya perdebatan terhadap variabilitas hasil studi terdahulu, maka studi ini bertujuan untuk mengidentifikasi ulang bagaimana efektivitas antara kedua kebijakan tersebut melalui pendekatan studi literatur. Dengan mengetahui tingkat efektivitas dua kebijakan tersebut, kondisi literasi dan inklusi keuangan juga akan memberikan kontribusi dalam mendorong pertumbuhan output, khususnya apabila ditemukan bahwa kebijakan moneter lebih efektif. Selanjutnya, berkaitan dengan aspek literasi dan inklusi keuangan, juga akan berdampak pada peran dari otoritas moneter dan keuangan dalam mendukung stabilitas keuangan,

STUDI LITERATUR

Pada model klasik (model Cambridge), permintaan uang hanya merupakan fungsi dari pendapatan, di mana peningkatan pendapatan akan meningkatkan permintaan uang. Model tersebut merupakan nama lain dari *cash-balance*, di mana peningkatan penawaran akan meningkatkan harga secara proporsional dengan asumsi kondisi *full employment/output* tetap (Morgan, 1978). Model permintaan uang yang lebih modern muncul setelahnya yang dikenal sebagai model permintaan uang Keynesian yang menunjukkan bahwa, permintaan uang ditentukan tidak hanya oleh jumlah pendapatan, tetapi juga oleh suku bunga, sebagaimana formulasi berikut ini (Morgan, 1978):

$$\frac{M}{P} = L(r, Y)$$

Permintaan uang model Keynesian didasari oleh konsep preferensi likuiditas yang mencakup

motif seseorang memegang uang (lihat juga Blanchard & Johnson, 2013), seperti: (i). Motif bertransaksi; (ii). Motif berjaga-jaga; dan (iii). Motif spekulasi. Selanjutnya, muncul model permintaan uang modern yang memasukkan unsur kekayaan (*wealth*) ke dalam model permintaan uang. Friedman (1959) mengatakan bahwa, peningkatan permintaan uang lebih disebabkan karena peningkatan pendapatan riil per kapita dibandingkan dengan perubahan suku bunga. Peningkatan 1% pada pendapatan riil akan meningkatkan permintaan uang sebesar 1,8% dan menurunkan perputaran sirkulasi uang sebesar 0.8%. Sebagai catatan, Morgan (1978) menyatakan bahwa, dalam pandangan monetaris, efek pendapatan lebih dominan dibandingkan dengan efek substitusi dalam model permintaan uang.

Lebih lanjut Friedman (1959) menyatakan bahwa, permintaan uang riil akan meningkat ketika masa ekspansi dan menurun atau meningkat dalam tingkat yang lebih kecil pada masa kontraksi. Model permintaan uang Friedman tidak menggunakan variabel pendapatan saat ini (*current income*) sebagai variabel determinasi, melainkan menggunakan variabel pendapatan permanen atau *wealth (permanent income)* (lihat juga Morgan, 1978). Pendapatan permanen merupakan aspek utama dalam teori konsumsi moderen di mana terdapat dua aspek di dalamnya yakni kekayaan manusia (*Human Wealth*) dan kekayaan non-manusia (*Non-Human Wealth*). *Human wealth* merujuk kepada nilai sekarang dari pendapatan tenaga kerja di masa depan, sementara itu *non-human wealth* merujuk kepada aset finansial maupun aset riil (Friedman, 1957; Handa, 2009; dan Blanchard & Johnson, 2013). Handa (2009) menjabarkan model permintaan uang dari Friedman adalah sebagai berikut:

$$m^d = M^d/P = m^d(r_1, \dots, r_n, \pi, w, HW/NHW)$$

Dari model diatas terlihat bahwa permintaan uang (m^d) dipengaruhi oleh beberapa faktor yakni suku bunga riil (r), inflasi, pendapatan permanen, rasio antara kekayaan manusia terhadap kekayaan non-manusia (HW/NHW), dan preferensi (u).

Dengan sifat elastisitas suku bunga dari permintaan uang yang cenderung inelastis, maka dapat dikatakan, permintaan uang kurang dipengaruhi oleh perubahan suku bunga. Sebagaimana dalam pandangan kaum monetaris, uang tidak hanya sebagai substitusi dari aset keuangan lain, tetapi juga aset riil (Handa, 2009). Akibatnya, uang akan memiliki efek pendapatan (*income effect*) yang lebih dominan daripada efek substitusi (*substitution effect*) (Morgan, 1978). Terdapat beberapa poin penting dalam model permintaan uang oleh Friedman (Morgan, 1978), yakni: (i). *Money Velocity* cenderung stabil; (ii).

Tabel 1 Profil Sampel Variabel Suku Bunga

Penulis	Tipe	N	Koefisien/ Elastisitas
Ouk-Heon (2002)	Artikel	56	-0.04
Achsani <i>et al.</i> (2005)	Artikel	51	-0.127
Insukindro & Sugiyanto (1987)	Artikel	68	-0.034
Darsono, <i>et al.</i> (1999)	Artikel	108	-0.046
Aghevil (1979)	Artikel	35	-0.823
Simorangkir (2002)	Artikel	120	-0.042
Boediono (1985)	Artikel	37	-0.002
Prasetyo (2018)	Artikel	72	0.086
Jaya (1990)	Artikel	60	0.015
Hakim <i>et al.</i> (2014)	Artikel	33	-0.0003
Abdullah, <i>et al.</i> (2010)	Artikel	30	0.325
Yu & Gan (2009)	Artikel	244	-0.139

Sumber: Diolah Peneliti

Variabel pendapatan disesuaikan menjadi pendapatan permanen (*wealth*); (iii). Uang dinilai sebagai aset substitusi dari seluruh jenis aset, baik keuangan maupun riil; dan (iv). Elastisitas suku bunga terhadap permintaan uang adalah rendah dan inelastis.

Di Indonesia, beberapa studi empirik telah dilakukan terkait determinasi permintaan uang. Studi yang dilakukan oleh Boediono (1985) mencoba mengidentifikasi model permintaan uang di Indonesia dengan rentang waktu tahun 1975-1984. Hasil dari studi tersebut menunjukkan bahwa, permintaan uang, khususnya M2, dalam jangka pendek dipengaruhi oleh pendapatan, inflasi, dan suku bunga. Dalam studi tersebut, koefisien pendapatan lebih besar dibandingkan dengan koefisien suku bunga. Hal yang serupa juga dikemukakan oleh Simorangkir (2002), di mana permintaan uang dipengaruhi secara negatif oleh suku bunga dan secara positif oleh pendapatan. Dalam hasil tersebut, terlihat juga bahwa koefisien pendapatan relatif lebih besar dibandingkan dengan koefisien suku bunga. Nur *et al.* (2017) melakukan studi yang serupa dan juga mengidentifikasi faktor penentu permintaan uang di Indonesia di tahun 1999-2010 dengan menggunakan model ECM (*Error Correction Model*). Hasil studi tersebut menunjukkan bahwa, dalam jangka pendek, variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap permintaan uang serta elastisitas suku bunga juga lebih kecil dibandingkan dengan elastisitas pendapatan.

Studi yang dilakukan di luar Indonesia adalah oleh Nyumuah (2017), yang mencoba mengidentifikasi determinasi permintaan uang di negara berkembang di Afrika dari tahun 1998-2012. Studi ini berfokus pada sifat elastisitas dari kurva LM yang mempengaruhi efektivitas kebijakan moneter dan kebijakan fiskal. Hasil dari studi tersebut menunjukkan bahwa, variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap permintaan uang, sedangkan pendapatan memiliki pengaruh signifikan terhadap permintaan uang. Sehingga kebijakan moneter lebih efektif dalam

mempengaruhi *output* dalam jangka pendek. Sementara itu, hasil studi tersebut juga menemukan bahwa, dalam jangka pendek permintaan uang lebih dipengaruhi ekspektasi inflasi, dibandingkan dengan suku bunga.

METODOLOGI PENELITIAN

Studi ini mengelaborasi hasil dari studi-studi terdahulu guna menarik suatu kesimpulan secara umum yang dicapai melalui analisis meta. Lipsey & Wilson (2001) mengatakan bahwa, analisis meta merupakan suatu bentuk riset survei yang menggunakan laporan-laporan tertulis sebagai objek survei daripada sekumpulan orang. Beberapa studi terdahulu, khususnya dalam studi makroekonomi terkait permintaan uang, diantaranya adalah: Riyandi, 2012; Kumar, 2014; dan Havranek & Sedlarikova, 2014. Secara keseluruhan, penelitian ini telah mengumpulkan 20 artikel yang memiliki karakteristik sesuai dengan tema yang diangkat. Selanjutnya dilakukan pemilihan lebih lanjut pada 20 artikel yang dimaksud untuk melihat relevansi dengan penelitian ini dan diperoleh sebanyak 14 artikel empirik yang memiliki teknik analisis dan rentang waktu penelitian yang beragam. Knell & Stix (2005) berpendapat bahwa, sampel yang digunakan harus memiliki beberapa kriteria yang perlu diperhatikan seperti: (i). Judul artikel mengangkat tema determinan permintaan uang di Indonesia; (ii). Data yang akan digunakan hanya berbentuk artikel, tidak termasuk *Chapter in book*, *Proceedings*, dan bentuk lainnya; (iii). Artikel yang dipilih dari rentang waktu yang beragam yakni dari tahun 1979-2021; baik artikel nasional maupun internasional; (iv). Jumlah observasi yang dijadikan sampel dalam artikel-artikel tersebut; dan (v). Artikel yang mengestimasi hubungan jangka pendek model permintaan uang dengan berbagai teknik analisis yang berbeda. Adapun variabel terikat yang digunakan dalam studi ini adalah uang dalam arti luas (M2).

Selanjutnya, dilakukan penyaringan lebih lanjut terhadap 14 artikel yang telah dipilih

Tabel 2 Profil Sampel Variabel Pendapatan

Penulis	Type	N	Koefisien/ Elastisitas
Boediono (1985)	Artikel	37	0.338
Prasetyo (2018)	Artikel	72	0.028
Simorangkir (2002)	Artikel	120	0.345
Ouk-Heon (2002)	Artikel	56	0.25
Achasani <i>et al.</i> (2005)	Artikel	51	0.47
Insukindro & Sugiyanto (1987)	Artikel	68	0.043
Jaya (1990)	Artikel	60	0.012
Darsono, <i>et al.</i> (1999)	Artikel	108	0.277
Hakim <i>et al.</i> (2014)	Artikel	33	-0.473
Yu & Gan (2009)	Artikel	244	0.652
Nur, <i>et al.</i> , (2021)	Artikel	9	0.202
Aghevil (1979)	Artikel	35	0.292

Sumber: Diolah Peneliti

sebelumnya berdasarkan beberapa indikator yaitu: (i). Tahun penelitian yang beragam; (ii). Sumber artikel yang beragam, nasional-internasional; (iii). Jumlah observasi (n) yang beragam; dan (iv). Teknik analisis yang beragam hingga didapatkan sebanyak 12 artikel. Profil sampel dari masing-masing variabel suku bunga dan pendapatan dari 12 artikel dapat dilihat pada Tabel 1 dan Tabel 2.

Sebelum melakukan analisis meta, terlebih dahulu dilakukan perhitungan ukuran efek (*effect size*). Hal tersebut merupakan upaya untuk menyimbolkan hasil kuantitatif dari setiap sampel yang ada serta mengintegrasikan setiap penemuan literatur, sehingga dapat diubah ke dalam bentuk metrik yang dapat dibandingkan (lihat juga: Lipsey & Wilson, 2001; dan Riyandi, 2012). Baik dalam melakukan perhitungan ukuran efek dan metrik, penulis dibantu dengan perangkat lunak *OpenMee* yang dikembangkan oleh Wallace *et al.*, (2016). Untuk itu, sebagaimana yang juga sudah disebutkan,

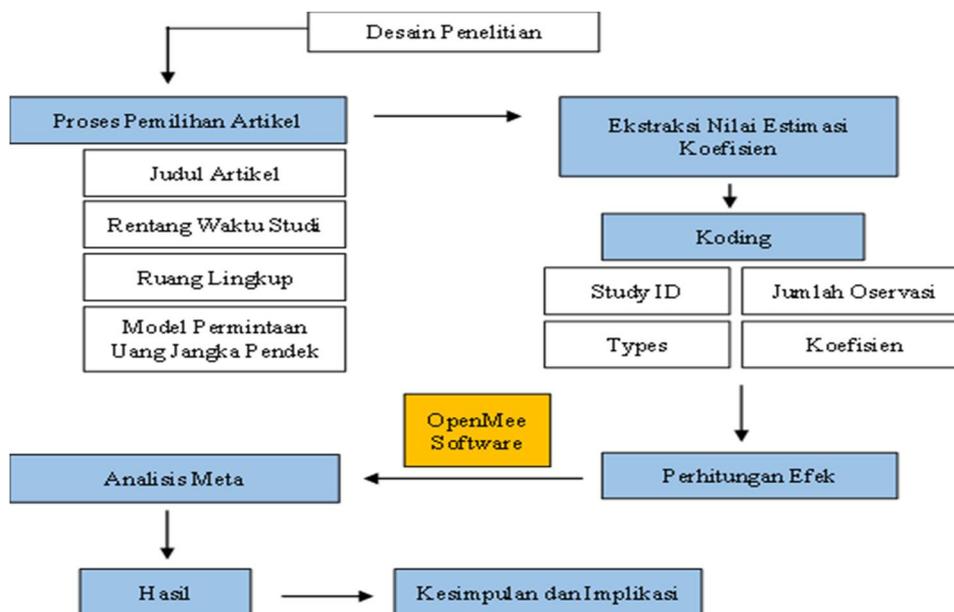
berikut ini adalah urutan proses dalam metode penelitian ini, yakni: (i) Pemilihan artikel yang sesuai dengan tema studi yang diangkat; (ii) Mengekstraksi nilai estimasi (koefisien) suku bunga yang ada dalam model permintaan uang; (iii) Menghitung nilai *effect size*; dan (iv) Melakukan analisis meta standar. Setelah didapatkan hasil dari pengolahan data, maka akan dikembangkan analisis lanjutan dengan pendekatan keseimbangan IS (*investment saving*) – LM (*Liquidity Money*) untuk menarik kesimpulan, sebagaimana terlihat pada rancangan penelitian di Gambar 1.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Hasil perhitungan ukuran efek dari setiap sampel studi ditunjukkan pada Tabel 3 (suku bunga) dan Tabel 4 (pendapatan).

Gambar 1 Rancangan Penelitian



Sumber: Diolah Peneliti

Tabel 3 Ukuran Efek Variabel Suku Bunga

Penulis	Tipe	Uk. Efek	Var.
Ouk-Heon (2002)	Artikel	-0.04	0.019
Achsani <i>et al.</i> (2005)	Artikel	-0.128	0.021
Insukindro & Sugiyanto (1987)	Artikel	-0.034	0.015
Darsono, <i>et al.</i> , (1999)	Artikel	-0.046	0.01
Aghevil (1979)	Artikel	-1.166	0.031
Simorangkir (2002)	Artikel	-0.042	0.009
Boediono (1985)	Artikel	-0.002	0.029
Prasetyo (2018)	Artikel	0.086	0.014
Jaya (1990)	Artikel	0.015	0.018
Hakim <i>et al.</i> (2014)	Artikel	-0.000	0.033
Abdullah, <i>et al.</i> (2010)	Artikel	0.337	0.037
Yu & Gan (2009)	Artikel	-0.14	0.004

Sumber: Data diolah (2022)

Tabel 4 Ukuran Efek Variabel Pendapatan

Penulis	Uk. Efek	Var.
Boediono (1985)	0.352	0.029
Prasetyo (2018)	0.028	0.014
Simorangkir (2002)	0.36	0.009
Ouk-Heon (2002)	0.255	0.019
Achasani <i>et al.</i> , (2005)	0.51	0.021
Insukindro & Sugiyanto (1987)	0.043	0.015
Jaya (1990)	0.012	0.018
Darsono, <i>et al.</i> , (1999)	0.284	0.01
Hakim <i>et al.</i> , (2014)	-0.514	0.033
Yu & Gan (2009)	0.779	0.004
Nur, <i>et al.</i> , (2021)	0.204	0.167
Aghevil (1979)	0.301	0.031

Sumber: Data diolah (2022)

Selanjutnya, akan ditunjukkan hasil estimasi dari setiap ukuran efek tersebut ke dalam suatu metrik. Hasil estimasi ukuran efek gabungan pada variabel suku bunga adalah sebesar -0.091 dengan nilai *p-value* sebesar 0.219 > 0.05. Sementara itu, hasil pada variabel pendapatan memiliki nilai estimasi sebesar 0,230 dengan *p-value* sebesar 0,027 < 0,05 sebagaimana dapat dilihat pada Tabel 5.

Dari hasil tersebut dapat dilihat bahwa, hanya variabel pendapatan yang memiliki pengaruh signifikan terhadap permintaan uang. Jika melihat hasil estimasi, maka ukuran efek yang dihasilkan relatif lebih elastis dibandingkan dengan variabel suku bunga. Hasil ini sesuai dengan pendapat Morgan (1978) yang mengatakan bahwa, efek pendapatan lebih dominan dalam menentukan jumlah permintaan uang dibandingkan dengan efek substitusi. Adapun nilai koefisien suku bunga yang cenderung inelastis ini juga sesuai dengan studi yang dilakukan oleh Boediono (1985); Insukindro & Sugiyanto (1987); Simorangkir (2002); Ouk-Heon (2002); Yu & Gan (2017), dan Nur *et al.* (2017).

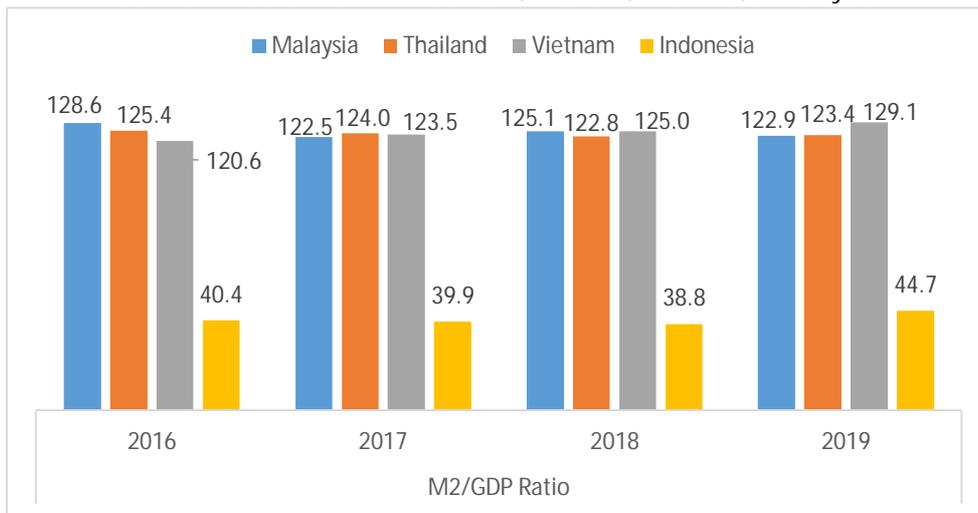
Pembahasan

Hasil estimasi cenderung lebih sesuai dengan pendekatan monetaris di mana hanya variabel pendapatan yang mempengaruhi permintaan uang, sementara variabel suku bunga tidak. Sebagaimana diutarakan oleh Morgan (1978)

dan Handa (2009), salah satu perbedaan Monetaris dan Keynesian adalah adanya efek pendapatan dan efek substitusi dari uang. Keynesian menganggap uang sebagai aset substitusi dari aset keuangan lainnya. Ekspansi pada jumlah uang beredar akan disubstitusikan ke dalam bentuk aset keuangan lain (efek substitusi). Di lain hal, pandangan monetaris berpendapat bahwa uang juga dapat disubstitusikan pada aset riil, sehingga eksep pada jumlah uang beredar dapat dialokasikan ke aset riil, sehingga kurva permintaan uang monetaris cenderung inelastis.

Hasil tersebut berimplikasi pada keadaan literasi dan inklusi keuangan Indonesia yang masih rendah. Hal tersebut membuat pemegang uang cenderung memiliki preferensi mensubstitusikan uangnya ke dalam bentuk aset riil dibanding aset keuangan meskipun inovasi keuangan di Indonesia sudah berkembang dari tahun ke tahun. Selain itu, Indonesia memiliki tingkat kedalaman keuangan (M2/GDP) yang masih tertinggal jauh dibandingkan dengan negara tetangga (Malaysia, Thailand, dan Vietnam). Rasio M2/GDP Indonesia hanya berkisar pada angka 50%. Sementara Thailand, Malaysia, dan Vietnam berada pada angka 100%-140% (lihat Gambar 4). Agrawal (2001) berpendapat bahwa, salah satu cara untuk meningkatkan tingkat kedalaman keuangan adalah dengan cara meningkatkan akses terhadap institusi keuangan (inklusi keuangan). Elastisitas suku bunga terhadap

Gambar 4 Rasio M2/GDP Indonesia, Vietnam, Thailand, & Malaysia



Sumber: World Bank Data (2022)

Tabel 5 Hasil Estimasi Ukuran Efek Gabungan

	Estimate	Lower Bound	Upper Bound	Std. Error	p-value
Pendapatan	0,230	0,027	0,433	0,104	0,027
Suku Bunga	-0,091	-0,236	0,054	0,074	0,219

Sumber: Data diolah (2023)

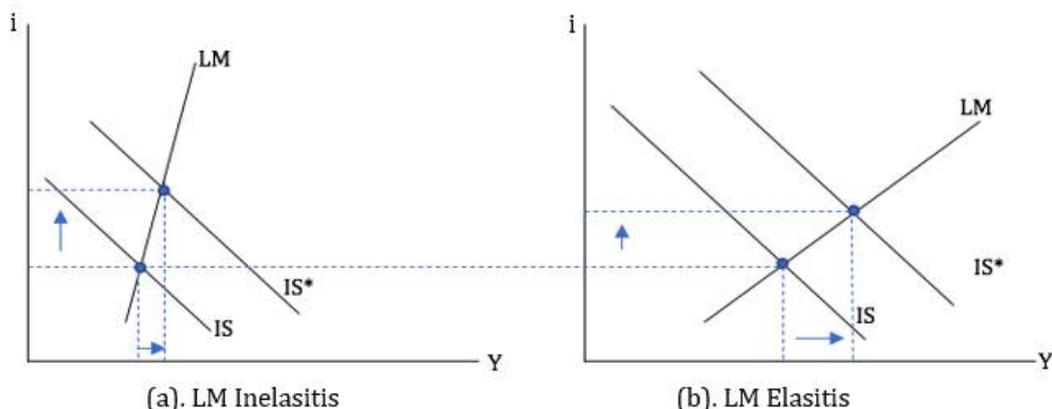
permintaan uang yang cenderung kecil dan tidak signifikan serta elastisitas pendapatan yang relatif lebih besar, akan menghasilkan kurva LM yang berbentuk lebih tegak lurus atau cenderung inelastis (lihat Morgan, 1978). Hal ini menyebabkan pergeseran kurva LM akan memberikan dampak fluktuasi perubahan *output* dan suku bunga yang lebih besar dibandingkan perubahan pada kurva IS (Morgan, 1978; dan Nyumuah, 2016).

Terdapat dua kondisi pada keseimbangan pasar barang dan pasar uang (Kurva IS-LM), yakni: (a). Kondisi LM cenderung tegak atau inelastis; dan (b). Kondisi LM cenderung melandai atau elastis. Jika dalam hal ini pemerintah melakukan kebijakan fiskal ekspansif, ketika kurva LM cenderung inelastis (5a), maka hanya akan terjadi peningkatan

output yang relatif kecil dan peningkatan suku bunga yang tinggi (*crowding-out effect*). Sementara itu, ketika kurva LM cenderung elastis (5b), maka terjadi peningkatan *output* yang relatif lebih besar dan peningkatan suku bunga yang lebih kecil (*crowding-out effect*). Dengan kata lain, keadaan literasi dan inklusi keuangan yang rendah dapat menjadi salah satu faktor penyebab mengapa kurva LM Indonesia cenderung bersifat inelastis (lebih curam/tegak). Oleh karena itu, kebijakan fiskal cenderung tidak efektif dalam mendorong *output* dan cenderung menyebabkan peningkatan suku bunga yang lebih tinggi.

Menurut Morgan (1978), sifat inelastis tersebut terjadi karena adanya asumsi bahwa, uang dinilai tidak hanya merupakan bentuk substitusi

Gambar 5 Kurva IS-LM



Sumber: Diolah Penulis (2022)

dari aset keuangan lainnya, tetapi juga aset riil, khususnya barang tahan lama (*durable goods*). Ilustrasi mengenai Kurva IS-LM adalah sebagaimana diperlihatkan di dalam Gambar 5.

KESIMPULAN

Hasil estimasi secara umum menunjukkan bahwa, hanya variabel pendapatan yang berpengaruh signifikan terhadap permintaan uang. Selain itu, nilai estimasi yang ada menunjukkan bahwa variabel suku bunga relatif lebih inelastis dibandingkan variabel pendapatan. Hal tersebut akan menyebabkan perbedaan tingkat efektivitas antara kebijakan fiskal dan kebijakan moneter. Hasil studi menunjukkan bahwa, kebijakan moneter akan lebih efektif dalam mendorong *output* dibandingkan dengan kebijakan fiskal di Indonesia. Lebih lanjut, dengan kurva LM Indonesia yang cenderung inelastis, maka ekspansi kebijakan fiskal (peningkatan pengeluaran pemerintah & penurunan pajak) akan cenderung meningkatkan suku bunga yang lebih tinggi dibandingkan ketika kurva LM bersifat elastis. Hal tersebut secara teori makroekonomi akan menyebabkan *Crowding-Out Effect*.

Kondisi tersebut berimplikasi pada: (i). Tingkat literasi dan inklusi keuangan Indonesia yang masih tertinggal dibandingkan dengan negara tetangga dan ini ditandai oleh tingkat kedalaman keuangan (*Financial Deepening*) Indonesia yang masih rendah; (ii). Bahwa kelebihan penawaran uang di dalam sirkulasi akan cenderung dialokasikan/ disubstitusikan ke dalam bentuk aset riil dibandingkan kepada aset keuangan; (iii). Dengan kebijakan moneter yang lebih efektif dalam mempengaruhi *output* dibandingkan kebijakan fiskal, maka Lembaga Keuangan mampu secara optimal memberikan andilnya dalam melindungi dana para deposan (uang beredar) yang akan berdampak pada sektor riil melalui optimalisasi pemberian kredit; dan (iv). Agar peran Lembaga Otoritas Keuangan dalam menjaga kepercayaan publik semakin ditingkatkan.

Hasil dari studi ini masih memiliki beberapa keterbatasan yaitu: (i). Sumber data yang digunakan tidak berpusat pada satu indeks jurnal tertentu karena alasan keterbatasan studi yang tersedia; (ii). Proses penyaringan data (kriteria eksklusi dan inklusi) masih dilakukan secara manual, tidak menggunakan PRISMA Diagram Flow; dan (iii). Data yang digunakan masih memiliki subjek penelitian yang beragam atau general. Berdasarkan hal tersebut disarankan bagi studi selanjutnya agar: (i). Menggunakan sumber data yang lebih banyak sebagai sampel dengan jangka waktu yang lebih panjang; (ii). Menggunakan data dari sumber yang memiliki kredibilitas yang lebih baik, seperti berindeks SCOPUS dan atau berindeks WoS; dan (iii). Untuk mendapatkan bukti secara

empiris dan mendukung kepada kajian kualitatif, dapat dilakukan pemodelan ekonometrika terkait dengan faktor-faktor penentu permintaan uang.

REFERENSI

- Abdullah, H., Ali, J., & Matahir, H. (2010). Re-Examining the demand for money in asean-5 countries. *Asian Social Science*, 6(7), 146-155.
- Achsani, Azam, N., Holtemoller, O., & Sofyan, H. (2005). Econometric and fuzzy modeling of Indonesian money demand. In P. Cizek, W. Hardle, & R. Weron. *Statistical Tools in Finance and Insurance* (pp. 249-270). Berlin: Springer.
- Adegioriola, A. E. (2018). An empirical analysis of effectiveness of monetary and fiscal policy instruments in stabilizing economy: Evidence from Nigeria. *Social Sciences*, 7(3), 133-140.
- Aghevli, B. B. (1976). A model of the monetary sector of Indonesia: 1968-1973. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 12, 50-60.
- Agrawal, Pradeep. (2001). Interest rate, exchange rates and financial deepening in selected Asian economies. *ASEAN Economic Bulletin*, 18(1), 83-93.
- Atmojo, R. W. (2018). Analisis efektivitas kebijakan moneter dan kebijakan fiskal terhadap produk domestik bruto Indonesia. *Economics Development Analysis Journal* 7(2), 194-202.
- Barr, M. (2004). Banking the Poor. *Yale Journal on Regulation* 21, 122-239.
- Blanchard, O., & Johnson, D. R. (2013). *Macroeconomics*. 6th Edition. New Jersey: Pearson Education.
- Boediono. (1985). Demand for money in Indonesia 1970-1984. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 21(2), 74-94.
- Bokreta, K., & Benanaya, D. (2016). The fiscal-monetary policy and economic growth in Algeria: VECM approach. *International Journal of Economics and Management Engineering*, 10(9), 3084-3088.
- Cagan, P., & Schwartz, A. J. (1975). Has the growth of money substitutes hindered monetary policy? *Journal of Money, Credit, and Banking*, 7, 137-159.
- Darsono. (1999). *Banking deregulation, banking/monetary aggregates and monetary policy*. Thesis. Department of Economics, University of Wollongong.
- Delin, T. N. (2020). *Analisis efektivitas kebijakan fiskal dan moneter dengan model IS-LM periode 2010 Q1-2019-Q4*. Doctoral. Universitas Airlangga.

- Ehikioya, I.L., Uduh, D.M., & Edeme, R.K. (2018). Relative impact of fiscal and monetary policy on the growth of small and medium scale enterprises in Nigeria. *Quantitative Economics Research*, 1(1), 1-12.
- Farly, J. U., Lehmann, D. R., & Ryan, M. J. (1981). Generalizing from imperfect replication. *Journal of Business* 54, 597-610.
- Friedman, M. (1957). *A theory of the consumption function*. New Jersey: Princeton University Press.
- Friedman, M. (1959). The demand for money: Some theoretical and empirical results. *The Journal of Political Economy*, 67(4), 327-351.
- Fungáčová, Z., & Weill, L. (2015). Understanding financial inclusion in China. *China Economic Review*, 34, 196-206.
- Gusti, A.P. (2014). The effect of government policy on the economic growth in Indonesia (from fiscal and monetary aspects). *International Journal of Business, Economics and Law*, 5(1), 53-59.
- Hakim, S., Sarwedi, & Santosa, S. H. (2014). Analisis pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi permintaan likuiditas perekonomian di Indonesia pada tahun 1980-2012. *SRA Economic and Business Articles*, 1-7.
- Handa, J. (2009). *Monetary Economics*. 2nd Edition. London & New York: Routledge.
- Havranek, T., & Sedlarikova, J. (2014). A meta-analysis of the income elasticity of money demand. *Prague University of Economics and Business*, 2014(3), 366-382.
- Havi, E.D.K., & Enu, P. (2014). The effect of fiscal policy and monetary policy on Ghana's economic growth: which policy is more potent? *International Journal of Empirical Finance*, 3(2), 61-75.
- Idris, M. (2019). Relative impact of monetary and fiscal policy on output growth in a small-open economy. *American Research Journal of Humanities & Social Science*, 2(8), 26-38.
- Insukindro, & Sugiyanto, C. (1987). Pengaruh dibukanya kembali pasar modal dan deregulasi perbankan terhadap permintaan uang di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 1(2), 15-29.
- Jaya, W. K. (1990). Seleksi model permintaan uang di Indonesia 1973-1987. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 2, 37-47.
- Knell, M., & Stix, H. (2005). The income elasticity of money demand: A meta-analysis of empirical results. *Journal of Economics Survey*, 19(3), 513-533
- Koomson, I., Koomson, P., & Abdul-Mumuni, A. (2023). Trust in banks, financial inclusion and the mediating role of borrower discouragement. *International Review of Economics & Finance*, 88, 1418-1431.
- Kumar, S. (2014). Money demand income elasticity in advanced and developing countries: new evidence from meta-analysis. *Applied Economics*, 46(16), 1873-1882.
- Lipsey, M. W., & Wilson, D. B. (2001). *Practical meta-analysis*. Thousand Oaks: Sage Publications, Inc.
- Mohan. R. (2006). Economic growth, financial deepening and financial inclusion. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/237572261>
- Musa, Y., Asare, B.K., & Gulumbe, S.U. (2013). Effect of monetary-fiscal policies interaction on price and output growth in Nigeria. *CBN Journal of Applied Statistics*, 4(1), 55-74.
- Nyumuah, F. S. (2017). An investigation into the interest elasticity of demand for money in developing countries: A panel data approach. *International Journal of Economics and Finance*, 9(3), 69-80.
- Opriyanti, R., & Wilantari, R. N. (2017). Analisis efektivitas kebijakan moneter dan kebijakan fiskal dalam mengatasi inflasi di Indonesia. *Media Trend*, 12(2), 184-198.
- Ouk-Heon, S. (2002). Monetary targeting in a liberalized financial environment. *Research and Training Centre of South East Asian Central Banks (Kuala Lumpur)*.
- Özer, M., & Karagöl, V. (2018). Relative effectiveness of monetary and fiscal policies on output growth in Turkey: an ARDL bounds test approach.
- Praise, U.I., & Jacob, D.E. (2018). Fiscal policy, monetary policy and economic growth in Sub-Saharan Africa. *Munich Personal RePEc Archive, MPRA paper no 91950*
- Prasetyo, A. S. (2018). Determinants of demand for money and the velocity of money in Indonesia. *Journal of Developing Economies*, 3(2), 83-98.
- Prawoto, N. (2010). Money demand: A study on Indonesian influential factors. *Economic Journal of Emerging Market*, 2(3), 223-236.
- Rakić, B., & Rađenović, T. (2013). The effectiveness of monetary and fiscal policy in Serbia. *Industrija*, 41(2), 103-122.
- Riyandi, G. (2012). Analisis meta permintaan uang di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 15(1), 40-59.
- Radio Republik Indonesia (RRI). (2021). *Indeks Inklusi keuangan Indonesia terendah di ASEAN*. Retrieved from Radio Republik

- Indonesia:
<https://rri.co.id/ekonomi/1101461/indeks-inklusi-keuangan-indonesia-terendah-di-asean>
- Rosenthal, R. (1984). *Meta-analytic procedures for social research*. Beverly Hills: Sage.
- Safriadi, R. M., & Syahnur, S. (2014). Efektivitas antara kebijakan moneter dan kebijakan fiskal terhadap perekonomian Indonesia: Pendekatan model IS-LM. *Jurnal Ilmu Ekonomi: Program Pascasarjana Unsyiah*, 2(4), 85-96.
- Sanderson, A., Mutandwa, L., & Le Roux, P. (2018). A review of determinants of financial inclusion. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(3), 1-8.
- Sarma, M., & Pais, J. (2011). Financial inclusion and development. *Journal of International Development*, 23(5), 613-628.
- Saqib, N., & Aggarwal, P. (2017). Impact of fiscal and monetary policy on economic growth in an emerging economy. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(4), 457- 462.
- Şen, H., & Kaya, A. (2015). The relative effectiveness of Monetary and Fiscal Policies on growth: what does long-run SVAR model tell us? Retrieved from <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/65903/>
- Simorangkir, I. (2002). Financial deregulation and demand for money in Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan Bank Indonesia*, 5(1), 1-17.
- Suparmoko, M. & Sofilda, E. (2020). *Pengantar Ekonomi Makro – Edisi 6*. Tangerang. In-Media.
- Wallace, B. C., Lajeunesse, M. J., Dietz, G., Dahabreh, I. J., Trikalinos, T. A., Schmid, C. H., et al. (2016). *OpenMEE: Open-source, cross-platform software for ecological and evolutionary meta-analysis*. Retrieved September 28, 2021, from OpenMee: <http://www.cebm.brown.edu/openmee/index.html>
- Wardhono, A., Qori'Ah, C. G., & Indrawati, Y. (2016). The determinants of financial inclusion: Evidence from Indonesian Districts. *International Journal of Economic Perspectives*, 10(4), 472-483.
- Warjiyo, P., & Zulverdi, D. (1998). Penggunaan suku bunga sebagai sasaran operasional kebijakan moneter di Indonesia. *Buletin Ekonomi dan Perbankan*, 1-29.
- World Bank. (2022). *Broad Money (% of GDP)*. Retrieved from World Bank Data: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?end=2020&locations=ID-TH-VN-MY&start=2000>
- Xu, X. (2020). Trust and financial inclusion: A cross-country study. *Finance Research Letters*, 35, 101310.
- Yu, H., & Tha-Gan, P. (2009). An empirical analysis of the money demand function in ASEAN-5. *International Research Journal of Finance and Economics*, 33(2009), 169-178.
- Yunanto, M., & Medyawati, H. (2014). Monetary and fiscal policy analysis: Which is more effective? *Journal of Indonesian Economy and Business*, 29(3), 222-23.