

BAB V

ANALISIS DAN HASIL PEMBAHASAN

Pada Bab ini, Penulis akan melakukan sejumlah Analisis Ilmiah terhadap hasil estimasi Output Regresi untuk mencari jawaban atas sejumlah pertanyaan perumusan masalah pada Skripsi ini. Penulis sekaligus juga akan melakukan pembuktian atas berbagai pendekatan Teoritis, Studi Empiris, dan juga hipotesa penelitian – seperti yang tersajikan dalam bab-bab sebelumnya. Berikut ini adalah *Point Of Views*, pembahasan dan analisis Ilmiah tersebut:

V.1 Analisis Ekonometrika

V.1.1 Uji Stasioneritas Data (*Unit Root*)

Sebelum pembentukan Error Correction Model (ECM) pada persamaan Short Run dan juga melakukan estimasi persamaan Lon Run (Kointegrasi)-nya, hal yang pertama kali dilakukan adalah menguji stasioneritas data, untuk menghindari Spurious Regression atau regresi palsu, dimana pengujian statistik untuk masing-masing koefisien menjadi tidak valid dan sulit untuk dijadikan pedoman. Jika variabel dependen tidak stasioner pada tingkat level atau I (0), maka pembentukan ECM dapat dilakukan. Uji stasioneritas data ini dapat dilakukan dengan menggunakan metode ADF Test sesuai dengan bentuk tren deterministic yang dikandung oleh setiap variabel.

Nilai Statistik ADF kemudian akan dibandingkan dengan nilai kritis Mackinnon untuk mengetahui derajat integrasi stasioneritas suatu variabel. Bila nilai statistik ADF-nya secara mutlak lebih kecil dibandingkan nilai kritis Mackinnon-nya, maka variabel tersebut stasioner pada integrasi tertentu. Dengan perkataan lain, hipotes yang telah dibuat bahwa H_0 : Ada Unit Root atau tidak stasioner pada tingkat level, dinyatakan diterima. Padahal yang Kita inginkan adalah H_0 ditolak, untuk itu langkah selanjutnya adalah mencari

bentuk stasioner dari data variabel tersebut pada suatu tingkat stasioneritas tertentu, apakah 1st Difference.

Hipotesa yang digunakan:

H₀: $\rho = 1$ (Ada unit root test/data tidak stasioner)

H₁: $\rho < 1$ (Tidak ada unit root test/data stasioner)

Tingkat kepercayaan pada $(1-\alpha)\%$, dimana $\alpha = 5\%$, dan tolak Ho jika nilai ADF statistik dengan nilai mutlak lebih besar dari *critical values* Mackinnon

Berikut ini disajikan Tabel Summary Hasil Output ADF Test

Tabel 5.1 Summary Hasil Output ADF Test

Variabel	Tingkat (Orde)	Struktur	Nilai Kritis Mackinon(5%)	t – Statistik ADF
Ln m _t	Level	Intercept	-3.482763	-1.338805
	1 st Difference*	Intercept	-2.909206*	-8.724173*
Ln y _t	Level	Intercept	-3.482763	-2.673695
	1 st Difference*	Intercept	-2.909206*	-8.999748*
SSBI _t	Level	Intercept	-3.483970	-3.104700
	1 st Difference*	Intercept	-2.909206*	-6.651693*
SKR _t	Level	Intercept	-3.483970	-3.146505
	1 st Difference*	Intercept	-2.911730*	-4.277442*
JIBOR _t	Level	Intercept	-1.947119	-1.839956
	1 st Difference*	Intercept	-2.915522*	-5.873583*

* Menunjukkan Tingkat Signifikansi Mackinon Critical values 5%

Sumber: Hasil Olahan Eviews 4.1

Dengan membandingkan nilai ADF t-Statistik dengan nilai kritis Mackinon dari tabel 5-1 di atas, dapat dilihat bahwa terdapat keberadaan Unit Root dari setiap variabel yang digunakan dalam model. Berdasarkan tabel terlihat dengan jelas bahwa semua Variabel tidak stasioner pada tingkat level, tetapi stasioner pada tingkat 1st Differencenya

atau berderajat Integrasi I (1), seperti yang ditunjukkan oleh nilai mutlak dari ADF t-statistik yang lebih kecil dari Nilai Kritis Mackinnonnya (5 %) pada tingkat level, namun setelah diturunkan kemudian nilai mutlaknya menjadi lebih besar pada tingkat 1st Differencenya.

V.1.2 Uji Signifikansi Bersamaan

Untuk menguji tingkat signifikansi dari pengaruh seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependennya dapat dilihat dari nilai probabilitas F statistik. Berikut ini Desain model dengan menggunakan Probabilitas F statistik :

$$H_0 : \beta = 0 \text{ (tidak signifikan) } \qquad H_1 : \\ \beta \neq 0 \text{ (signifikan)}$$

Tingkat kepercayaan pada $(1-\alpha)\%$, dimana $\alpha = 5\%$, atau tolak H_0 jika probabilita F stat < 0.05 .

Berikut ini hasil Summary Estimasi Output yang telah dibuat:

Tabel 5.2 Summary Output Nilai Probabilitas

Jenis Persamaan Permintaan	Nilai Probabilitas
Uang M2	$\alpha = 5\%$
Persamaan Long Run	0.000000
Persamaan Short Run	0.000000

Sumber: Hasil Olahan Eviews 4.1

Ternyata Hasil tersebut menunjukkan bahwa H_0 di tolak, dengan demikian seluruh variabel independent dalam Persamaan Long Run dan Short Run Money Demand secara bersama-sama secara signifikan mempengaruhi variabel dependen M2.

V.1.3 Uji Signifikansi Individual

Untuk menguji tingkat signifikansi dari pengaruh masing-masing variabel independen secara individual terhadap variabel dependennya dapat dilihat dari nilai probabilitas t statistik. Disain model dengan menggunakan Probabilitas t- Statistik tersebut :

$$H_0 : \beta = 0 \text{ (tidak signifikan)}$$

$$H_1 : \beta \neq 0 \text{ (signifikan)}$$

Tingkat kepercayaan pada $(1-\alpha)\%$, dimana $\alpha = 5\%$, atau tolak H_0 jika probabilitas t stat < 0.05 . Berikut ini hasil Summary Estimasi Output yang telah dibuat:

Persamaan Long Run

1. Probabilitas t-stat $a_1 = 0.0000 < 0.05$. Tolak H_0 , yang berarti Tingkat GDP Riil pada periode t ($\ln y_t$) memengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\ln m_t$).
2. Probabilitas t-stat $a_2 = 0.0579 > 0.05$. Terima H_0 , yang berarti Tingkat Suku Bunga SBI 3 Bulan pada periode t ($SSBI_t$) tidak mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\ln m_t$).
3. Probabilitas t-stat $a_3 = 0.0000 < 0.05$. Tolak H_0 , yang berarti Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja pada periode t (SKR_t) mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\ln m_t$).
4. Probabilitas t-stat $a_4 = 0.0000 < 0.05$. Tolak H_0 , yang berarti Tingkat Suku Bunga Internasional pada periode t ($JIBOR_t$) mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\ln m_t$).

Persamaan Short Run

1. Probabilita t-stat $\beta_1 = 0.0010 < 0.05$. Tolak H_0 , yang berarti perubahan Tingkat permintaan uang beredar M2 pada periode t-1 ($\Delta \ln m_{t-1}$) mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\Delta \ln m_t$).
2. Probabilita t-stat $\beta_2 = 0.0000 < 0.05$. Tolak H_0 , yang berarti perubahan Tingkat GDP Riil; pada periode t-1 ($\Delta \ln y_{t-1}$) mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\Delta \ln m_t$).
3. Probabilita t-stat $\beta_3 = 0.0075 < 0.05$. Tolak H_0 , yang berarti perubahan Tingkat Suku Bunga SBI 3 Bulan pada periode t-1 (ΔSSBI_{t-1}) mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\Delta \ln m_t$).
4. Probabilita t-stat $\beta_4 = 0.7568 > 0.05$. Terima H_0 , yang berarti perubahan Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja pada periode t-1 (ΔSKR_{t-1}) tidak mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\Delta \ln m_t$).
5. Probabilita t-stat $\beta_5 = 0.5022 > 0.05$. Terima H_0 , yang berarti perubahan Tingkat Suku Bunga Internasional pada periode t-1 ($\Delta \text{JIBOR}_{t-1}$) tidak mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\Delta \ln m_t$).
6. Probabilita t-stat $\beta_6 = 0.0005 < 0.05$. Tolak H_0 , yang berarti perubahan variabel Dummy mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\Delta \ln m_t$).
7. Probabilita t-stat $\lambda = 0.0000 < 0.05$. Tolak H_0 , yang berarti Error Correction Term pada periode t-1 [ECT (-1)] mempengaruhi secara signifikan Jumlah permintaan uang beredar M2 pada periode t ($\Delta \ln m_t$).

V.1.4. Uji Goodness Of Fit

Tabel 5.3 Summary Output Estimasi Nilai R2

Jenis Persamaan Permintaan	Koefisien
Uang M2	Determinasi (R2)
Persamaan Long Run	0.930570
Persamaan Short Run	0.871487

Sumber: Hasil Olahan Eviews 4.1

Berdasarkan nilai koefisien determinasi yang menggambarkan proporsi variasi dari bagian variabel dependen yang diterangkan oleh pengaruh dari variabel dependennya, maka Persamaan Permintaan Uang Long Run memiliki nilai R2 sebesar 0.930570. Hal tersebut membuktikan bahwa dalam persamaan tersebut seluruh variabel dependen dapat menjelaskan dengan baik variasi dari variabel independennya sebesar 93.06 %, sedangkan sisanya 6.95% dijelaskan oleh faktor lain diluar model persamaan Long Run.

Sementara Persamaan Short Run memiliki nilai R2 sebesar 0,871487, yang berarti bahwa seluruh variabel independen dalam persamaan tersebut dapat menjelaskan dengan baik variasi dari variabel dependennya sebesar 87.15 %, sedangkan sisanya sebesar 12.85 % dijelaskan oleh faktor lainnya diluar model persamaan Short Run. Hal ini disebabkan asumsi yang digunakan oleh penulis dalam model penelitian jumlah permintaan uang beredar artian luas M2 ini adalah dalam perekonomian tertutup. Sehingga faktor –faktor yang berhubungan dengan luar negeri tidak dimasukkan ke dalam model tersebut.

V.1.5. Uji Kointegrasi

Uji Kointegrasi merupakan salah satu bentuk uji dalam model dinamis dimana tujuan dari uji tersebut adalah untuk mengetahui ada atau tidaknya hubungan jangka panjang diantara variabel-variabel tersebut dikatakan saling berkointegrasi jika ada kombinasi linier diantara variabel-variabel yang tidak stasioner pada tingkat level, namun residual dari kombinasi tersebut sudah stasioner pada tingkat level. Metode pengujian tersebut dinamakan Engle Granger Test. Selain metode tersebut, Penulis juga ingin melakukan uji kointegrasi dengan menggunakan metode Johansen Cointegration Test, dimana hubungan kointegrasi ditentukan dengan menggunakan pengecekan dengan *Trace Statistics*.

Berdasarkan Metode Engle Granger Test, ternyata Semua variabel dalam persamaan Long Run Money demand tidak stasioner pada tingkat level namun stasioner pada tingkat 1st Differencenya melalui ADF Test, justru menghasilkan residual yang stasioner pada tingkat level. Hal ini mengindikasikan adanya kointegrasi pada keseimbangan model persamaan Long Run. Kondisi ini diperkuat dengan hasil yang diperoleh melalui Metode Johansen Cointegration test. Dengan Maximum Lag sebanyak 4, maka *Trace Statistics* mengindikasikan bahwa setidaknya ada sebuah hubungan kointegrasi pada nilai kritis 5%

V.2. Hasil Estimasi dan Analisis Model

Sub bab ini berisi analisis hasil estimasi Model permintaan uang beredar riil dalam artian luas (M2) dengan menggunakan metode ekonometrika *Error Correction Model*. Analisis ini menyangkut pola perilaku permintaan uang jangka panjang / Long Run (Persamaan Kointegrasi) dan pola perilaku permintaan uang jangka pendek / Short Run (Persamaan ECM). Selain itu, akan dibahas pula tentang proses penyesuaian menuju keseimbangan Long Run yang terkoreksi oleh adanya mekanisme Penyesuaian Error Term

dari Persamaan Short Run-nya, dimana pengaruhnya dapat dilihat dari signifikansi, besar dan arah koefisien *Error Correction Term* (ECT).

Variabel-variabel yang berperan dalam aplikasi Model tersebut antara lain Variabel Dependen Permintaan Uang Riil artian luas (M2) dan variabel-variabel independen yang terdiri dari Tingkat GDP Riil (y), Tingkat Suku Bunga SBI 3 Bulan (SSBI), Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja (SKR), Tingkat Suku Bunga di pasar uang internasional (JIBOR), kemudian juga disertakan Variabel pendukung lainnya seperti Variabel Dummy (DUM) dan *Error Correction Term* (ECT). Selanjutnya Penulis juga akan membahas tentang konsekuensi Makroekonomi - Moneter dari hasil empiris tersebut, terutama yang menyangkut dengan terjadinya disequilibrium di pasar uang selama Periode 1990 – 2005 di Indonesia. Berikut hasil estimasi dan analisis tersebut:

V.2.1. Estimasi Persaman *Long Run*

Setelah dilakukan beberapa prosedur pengujian ekonometrika dengan menggunakan program Eviews 4.1, Kita telah mendapat suatu fungsi permintaan uang M2 yang stasioner pada tingkat 1st Difference dan terkointegrasi pada level Long Run / jangka panjang. Disamping itu, analisis jangka panjang dibutuhkan untuk menunjukkan keselarasan antara Metode ECM yang digunakan dalam pendekatan kointegrasi. Keselarasan tersebut tampak pada konsistennya tanda parameter regresi yang dihasilkan oleh pendekatan kointegrasi ini, maka dari itu Persamaan jangka panjang ini dikenal sebagai Persamaan Kointegrasi.

Berdasarkan hal tersebut, maka berikut ini disajikan Summary Hasil Estimasi Output Regresi Perersamaan permintaan uang Long Run sekaligus analisis empiris dan Makroekonomi-Moneter yang menyertainya.

Tabel 5.4 Summary Output Estimasi Long Run Money Demand (M2)

Variabel Independen	Nilai Koefisien	Nilai t-Statistik	Nilai Probabilitas
C	-0.922303	-1.442816	0.1544
Lnyt	1.158692*	15.66117	0.0000*
SSBI _t	-0.004532	-1.934399	0.0579
SKR _t	0.023428*	4.423023	0.0000*
JIBOR _t	-0.007473*	-5.340947	0.0000*

* **Tingkat Signifikansi pada level 5 % = 0,05**

Sumber: Hasil Olahan Eviews 4.1

Dengan mensubstitusi nilai koefisien dari Tabel Summary Hasil Estimasi Output tersebut dalam persamaan (5.1), maka Kita dapat mendeskripsikan arah dan besarnya pengaruh masing-masing variabel Independen terhadap variabel dependen dalam Persamaan Permintaan uang Long Run (Persamaan Kointegrasi) yang dimaksud dalam penjelasan sebelumnya. Di bawah ini adalah bentuk persamaan lengkapnya :

$$\begin{aligned} \ln m_t = & -0.922303 + 1.158692 \ln y_t - 0.004532 \text{SSBI}_t - 0.023428 \text{SKR}_t \\ & (0.639239) \quad (0.073985) \quad (0.002343) \quad (0.005297) \\ & -0.007473 \text{JIBOR}_t + \text{ECT}_t \dots \dots \dots (5.1) \\ & (0.001399) \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil dari besarnya nilai dalam persamaan dan Tabel Summary Output Estimasi, menunjukkan bahwa dengan tingkat signifikansi probabilitas t-statistik serta $\alpha = 5 \%$, hasil estimasi koefisien Tingkat GDP Riil pada periode t ($\ln y_t$), Tingkat Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja pada periode t (SKR_t), dan Tingkat Suku Bunga di Pasar Uang Internasional pada periode t (JIBOR_t) menunjukkan nilai yang signifikan. Sementara Tingkat Suku Bunga SBI 3 bulan (SSBI_t) memperlihatkan nilai probabilitas yang tidak

signifikan mempengaruhi jumlah permintaan uang pada periode t ($\ln m_t$), dimana nilai probabilitasnya 0.0579 lebih besar dari tingkat nilai probabilitas $\alpha = 0.05$. Hasil nilai persamaan Long Run tersebut membuktikan juga arah yang benar sesuai dengan Teori-teori kuantitas Money Demand dan penelitian dari beberapa ahli, seperti yang telah Kita pelajari dalam berbagai literatur Ekonomi Moneter.

Analisis empiris dan ekonomi yang mengimplementasikan hal tersebut, yaitu Tingkat GDP Riil pada periode t ($\ln y_t$) memiliki nilai koefisien sebesar 1.158692 dan arah tandanya positif sehingga menunjukkan bahwa apabila GDP Riil masyarakat pada periode t (y_t) meningkat sebesar 1 %, maka permintaan uang riil M2 pada periode t (m_t) akan meningkat pula sebesar 1.16 %. Tingkat Suku Bunga SBI 3 Bulan pada periode t ($SSBI_t$) memiliki nilai koefisien sebesar 0.004532 dan arah tandanya negatif sehingga menunjukkan bahwa apabila Tingkat Suku Bunga SBI 3 Bulan pada periode t ($SSBI_t$) meningkat sebesar 1 %, maka permintaan uang riil M2 pada periode t (m_t) akan menurun sebesar 0.004 %. Kemudian, Tingkat Suku Bunga Bunga Kredit Modal kerja pada periode t (SKR_t) memiliki nilai koefisien sebesar 0.023428 dan arah tandanya negatif sehingga menunjukkan bahwa apabila Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja pada periode t (SKR_t) meningkat sebesar 1 %, maka permintaan uang riil M2 pada periode t (m_t) akan menurun sebesar 0.02 %. Suku Bunga di Pasar Uang Internasional pada periode t ($JIBOR_t$) memiliki nilai koefisien sebesar 0.007473 dan arah tandanya negatif sehingga menunjukkan bahwa apabila Tingkat Suku Bunga di Pasar Uang Internasional pada periode t ($JIBOR_t$) meningkat sebesar 1 %, maka permintaan uang riil M2 pada periode t (m_t) akan menurun sebesar 0.01 %.

Hasil mengindikasikan bahwa fungsi permintaan uang beredar pada level Long Run (Persamaan Kontegrasi) pada periode t , dipengaruhi secara signifikan oleh Tingkat GDP Riil ($\ln y_t$) Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja (SKR_t), dan Tingkat Suku Bunga di

Pasar Uang Internasional ($JIBOR_t$). Berikut ini adalah interpretasi ekonomi berdasarkan hasil regresi Persamaan Long Run (Persamaan Kointegrasi).

a. Pengaruh Tingkat GDP Riil ($\ln y_t$) Terhadap Money Demand M2

($\ln m_t$)

Tingkat GDP Riil menggambarkan jumlah transaksi yang terjadi dalam perekonomian, selain itu dapat juga dilihat sebagai variabel yang menunjukkan Tingkat Output Nasional yang mewakili sisi Agregat Demand. Sehingga dengan terjadinya peningkatan Rii Income masyarakat mengakibatkan terjadinya pula peningkatan tingkat Output Nasional, bertambahnya volume transaksi ekonomi, dan jumlah permintaan uang beredar untuk keperluan transaksi (M1) juga akan meningkat. Mencermati konsekuensi tersebut, maka jumlah peningkatan jumlah permintaan uang beredar dalam artian sempit (M1) pada akhirnya juga akan terakumulasi dalam sehingga berkontribusi bagi terciptanya peningkatan permintaan Uang beredar dalam artian artian yang lebih luas (M2) di Pasar Uang. Karena memang Permintaan uang beredar M2 terdiri dari komposisi Permintaan uang dalam artian sempit (M1) ditambah dengan Uang Kuasi. Sesuai dengan motif transaksi dalam memegang uang, dapat disaksikan bahwa antara pembayaran dan penerimaan tidak selalu sejalan. Jumlah uang yang diperlukan tergantung dari nilai transaksi yang akan dilakukan pada sektor Riil. Sehingga permintaan uang harus dihitung secara riil yaitu berdasarkan nilai barang – jasa sebenarnya melalui besaran harga atau bahkan dalam kasus permintaan uang M2 ini adalah nilai Obligasi Perbankan dan juga sektor riil yang diwakili oleh kucuran dana Pinjaman (*Loanable Fund*) di pasar kredit.

b. Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI 3 Bulan ($SSBI_t$) Terhadap Money Demand M_2 ($Ln m_t$)

Sementara itu, Tingkat Suku Bunga SBI 3 bulan mewakili besarnya *Opportunity Cost* yang dihadapi oleh masyarakat ketika memilih untuk menginvestasikan uangnya dalam bentuk tabungan, Time Deposit, Checkable Deposit, Demand Deposit, atau justru lebih baik menyimpannya dalam bentuk obligasi perbankan yaitu Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 3 bulan. Karena Kita membahas permintaan uang dalam artian luas (M_2), maka Tingkat *Opportunity Cost* tersebut dapat menggambarkan sejauh mana para nasabah atau masyarakat akan mendapatkan *Rate Of Return* yang Profitable atas Obligasi perbankan SBI 3 Bulan dibandingkan apabila mereka menginvestasikan uangnya dalam produk perbankan lainnya seperti yang tertera di atas. Sehingga memang sesuai dengan berbagai Studi Literatur dan Penelitian tentang Money demand bahwa hubungan antara tingkat Suku Bunga -- khususnya Suku Bunga SBI 3 Bulan, adalah negative / berlawanan dengan jumlah permintaan uang beredar – dalam hal ini permintaan uang artian luas (M_2).

Walaupun memang pada akhirnya, interpretasi ekonomi yang dibuat berdasarkan output regresi tersebut menunjukkan bahwa pada periode t , masyarakat memiliki *Opportunity Cost* yang tidak terlalu besar antara meningkatkan Money Demandnya (baik dalam Cash maupun Deposito / Saving) – dibandingkan dengan menginvestasikan SBI 3 bulan yang dikeluarkan Bank Sentral. Kenyataan tersebut menggambarkan bahwa motif masyarakat untuk memegang uang sebagai *Transaction Motive* dan *Precautionary Motive* masih lebih dominan dibandingkan dengan Store Of Wealth dalam bentuk Investasi Asset likuid lainnya yang menghasilkan *Permanent Financial - Income*, dalam jangka waktu tertentu t , misal SBI 3 bulan. Hal ini juga menjelaskan berbagai asumsi yang dikemukakan oleh penganut aliran Keynesian tentang hal-hal apa saja yang berpengaruh terhadap Money Demand, juga ternyata terbukti di pasar uang.

c. Pengaruh Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja (SKR_t) terhadap Money Demand M2 ($\ln m_t$)

Sedangkan Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja selain juga sebagai *Opportunity Cost* lainnya, dapat dikatakan sebagai *Incentive* bagi seseorang untuk memperoleh aliran dana pinjaman (*Loanable Fund*) yang dapat berasal dari Lembaga-lembaga keuangan Non – Bank, seperti Lembaga Keuangan Simpan-Pinjam, Lembaga Keuangan Pembiaya, atau juga Lembaga Keuangan Perbankan yang menyediakan skim pinjaman Kredit kepada sektor riil. Karena memang Bank memiliki fungsi utama sebagai intermediasi yaitu memiliki sistem manajerial yang *Capable* untuk menghimpun dana dari masyarakat dalam berbagai bentuk Tabungan dan Deposito, untuk kemudian disalurkan / dikeluarkan dalam bentuk penyaluran berbagai kredit usaha kepada para Debitur. Oleh karena itu, besarnya penentuan Suku Bunga kredit sangat dipengaruhi oleh seberapa besar Tingkat Suku Bunga Deposito Perbankan. Dengan mekanisme inilah Bank umum mendapatkan Net Profit demi kelangsungan sehatnya kondisi keuangan Bank tersebut. Sehingga secara tidak langsung Produk perbankan Skim Peminjaman kredit Modal Kerja juga turut mempengaruhi kondisi permintaan uang beredar riil aratian luas (M2) di Pasar uang.

Berdasarkan hasil estimasi di atas menunjukkan bahwa Tingkat Suku Bunga Kredit Modal kerja cukup signifikan mempengaruhi Permintaan jumlah uang beredar M2 dengan hubungan yang negatif atau berlawanan arah. Semakin tinggi tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja (SKR_t) di Lembaga Keuangan Bank, maka akan semakin menurun pula jumlah permintan uang (*Borrowing Loanable Fund*) di Pasar uang dan akibatnya Volume permintan uang M2 akan menurun. Sedangkan sebaliknya, semakin rendahnya tingkat Suku Bunga SKR_t akan mengakibatkan masyarakat dan debitur lainnya justru akan memiliki insentif untuk *Borrowing Loanable Fund* kepada Lembaga keuangan Bank

dibandingkan dengan Lembaga Keuangan Non-Bank dan akibatnya Volume permintaan uang M2 akan membesar. Pada akhirnya mekanisme ini akan sangat berpengaruh pada Performance Permintaan uang beredar riil artian luas (M2).

Sementara itu, di lain pihak kemungkinan yang lain dapat saja muncul sebagai konsekuensi dari meningkatnya Suku Bunga Kredit Modal Kerja. Perhatikan persamaan berikut ini:

$$M2 = [M1 + \text{Uang Kuasi (Deposito dan Saving)}]$$

Mungkin saja ketika terjadi peningkatan Suku Bunga Kredit Modal Kerja pada periode t (SKR_t) justru mengakibatkan para Deposan mencairkan sejumlah deposito dan tabungannya di Bank untuk dijadikan Loanable Fund di Pasar kredit dalam bentuk M1. Sehingga ada beberapa asumsi terkait dengan fenomena ini, antara lain:

- Dengan asumsi ketika terjadi kenaikan Suku Bunga kredit (SKR_t) mengakibatkan efek Penurunan Uang kuasi (salah satu unsur M2) di Bank yang relatif sama besar dibandingkan dengan efek peningkatan M1 akibat pencairan deposito dan tabungan untuk disupply di pasar Loanable Fund (M1), maka jumlah permintaan uang M2 di pasar uang relatif konstan. Preferensi Masyarakat untuk memilih antara memegang M1 dan M2 (Substitution Effect) dan juga memegang deposito / tabungan karena mendapatkan *Return* (Income Effect) saling meniadakan.

$$M2 \approx [M1\uparrow + \text{Uang Kuasi (Deposito dan Saving)} \downarrow]$$

- Dengan asumsi ketika terjadi kenaikan Suku Bunga kredit (SKR_t) mengakibatkan efek Penurunan Uang kuasi (salah satu unsur M2) di Bank yang relatif lebih besar dibandingkan dengan efek peningkatan M1 akibat pencairan deposito dan tabungan untuk disupply di pasar Loanable Fund (M1), maka jumlah permintaan uang M2 di

pasar uang relatif menurun. Preferensi Masyarakat untuk memilih M1 dan M2 (Substitution Effect) lebih besar dan dominan daripada memegang deposito / tabungan karena mendapatkan *Return* (Income Effect).

$$M2 < [M1\uparrow + \text{Uang Kuasi (Deposito dan Saving)} \downarrow\downarrow]$$

- Dengan asumsi ketika terjadi kenaikan Suku Bunga kredit (SKR_t) mengakibatkan efek Penurunan Uang kuasi (salah satu unsur M2) di Bank yang relatif lebih kecil dibandingkan dengan efek peningkatan M1 akibat pencairan deposito dan tabungan untuk disupply di pasar Loanable Fund (M1), maka jumlah permintaan uang M2 di pasar uang relatif meningkat. Preferensi Masyarakat untuk memegang deposito / tabungan karen mendapatkan *Return* (Income Effect) lebih besar dan dominan daripada memilih antara memegang M1 dan M2 (Substitution Effect).

$$M2 > [M1 \uparrow\uparrow + \text{Uang Kuasi (Deposito dan Saving)} \downarrow]$$

Kesimpulannya berdasarkan hasil estimasi regresi persamaan Long Run (Persamaan Kointegrasi) menunjukkan bahwa Substitution Effect lebih besar dan dominan daripada Income effect. Sehingga Preferensi Masyarakat untuk memilih M1 dan M2 lebih besar dan dominan, daripada memegang deposito / tabungan karena mendapatkan *Return* dari bank. Hal tersebut juga dapat memicu masyarakat untuk lebih memilih meminjamka uangnya ke Pasar Loanble Fund daripada measukkannya dalam bentuk deposito dan tabungan. Hal ini yang terjadi pada saat krisis moneter tahun 1997 / 1998, dengan tingkat suku bunga pinjaman yang lebih kecil daripada tingkat suku bunga kredit modal kerja di institusi bank. Akibatnya, bisa saja kecenderungan Sistem Peminjaman uang dari Lembaga Non – Perbankan atau bahkan agen Rentenir cukup marak terjadi pada periode tersebut. Karena

ketidajtersediaan dana pinjaman di Lembaga perbankan dan masih melonjaknya Tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja yang tidak terkendali. Kondisi ini ditunjang juga dengan keadaan keuangan perbankan yang tidak sehat dan banyaknya kredit macet, yang selanjtnya berujung pada likuidasi sejumlah bank di masa itu.

d. Pengaruh Tingkat Suku Bunga di Pasar Uang Internasional ($JIBOR_t$) Terhadap Money Demand M2 ($Ln m_t$)

Sedangkan Tingkat Suku Bunga di Pasar Uang Internaisonal ($JIBOR_t$) ternyata memiliki pengaruh yang negatif terhadap permintaan uang M2 ($Ln m_t$). Logikanya adalah pada saat keadaan Interest Parity tidak berlaku akibat adanya Perbedaan nilai tukar antara Indonesia dengan Big Country (Yang dapat mempengaruhi Tingkat Suku Bunga di Pasar Uang Internasional), maka kondisi Perfect Capital Mobility tidak sepenuhnya berlaku antara Indonesia dengan negara tersebut, maka pergerakan Suku Bunga di Pasar Uang Internasional akan sangat berpengaruh terhadap Trade Off antara men – denominasi Simpanan deposito / tabungan dalam Rupiah menjadi mata uang asing. Hal ini menjadikan konsekuensi bahwa apabila tingkat suku bunga di pasar uang internsional meningkat, maka masyarakat Indonesia (yang notabene dalam *Small Open Economy*) akan cenderung untuk mengkonversikan berbagai bentuk uang kuasanya (Deposito dan tabungan) dari nominal rupiah menjadi US Dollar atau bahkan sebagian dari mereka dapat saja melarikan uangnya dari Bank-bank Domestik menjadi Bank-bank asing di luar negeri. Sehingga terjadi penurunan jumlah permintaan uang M2 secara drastis di pasar uang domestik. Kenyataan tersebut juga menjadi salah satu faktor yang makin menyebabkan terjadinya depresiasi nilai tukar rupiah yang cukup parah pada masa krisis, akibat adari Net Caiptal Outflow secara besar-besaran.

V.2.2. Estimasi Persamaan *Short Run*

Dalam persamaan Jangka panjang dan Uji Kointegrasi seperti yang telah Penulis analisis sebelumnya, Kita dapat melihat bahwa adanya ketidakseimbangan linier dari series yang tidak stasioner pada tingkat level menggambarkan adanya hubungan ketidakseimbangan jangka panjang dalam Perekonomian Indonesia. Dalam jangka pendek mungkin saja terjadi adanya ketidakseimbangan (disequilibrium). Ketidakseimbangan inilah yang sering ditemui dalam perilaku ekonomi, artinya bahwa apa yang diinginkan para pelaku ekonomi (desired) belum tentu sama dengan apa yang terjadi pada keadaan sebenarnya. Adanya perbedaan inilah mengakibatkan diperlukan adanya penyesuaian (Adjustment). Oleh Karena itu diperlukan suatu teknik untuk mengoreksi ketidakseimbangan jangka pendek menuju pada keseimbangan jangka panjang atau dengan kata lain memerlukan model yang memasukkan penyesuaian untuk melakukan koreksi bagi ketidakseimbangan yang disebut sebagai model koreksi kesalahan (Error Corection Model).

Model koreksi kesalahan pada intinya membahas model ekonometrika yang berkaitan dengan model linier dinamis, dimana model tersebut menjelaskan hubungan antara variabel dependen dan variabel independen pada periode sekarang dan masa lampau ($t-1$). Model yang digunakan dalam pembentukan persamaan ECM Permintaan Uang Beredar untuk mengestimasi tingkat permintaan uang adalah gabungan antara model permintaan uang jangka pendek dengan jangka panjang. Berikut ini adalah Summary Hasil estimasi persamaan ECM dan Tabel yang akan disertai dengan analisis – pembahasan yang terkait.

Tabel 5.5 Summary Output Estimasi Short Run Money Demand (M2)

Variabel Independen	Nilai Koefisien	Nilai t-Statistik	Nilai Probabilitas
D(LN((M2(-1)))	0.228980*	3.468306	0.0010*
D(LN((Y(-1)))	0.738051*	11.25253	0.0000*
D(SSBI(-1))	-0.001255*	-2.780548	0.0075*
D(SKR(-1))	0.000547	0.311274	0.7568
D(JIBOR(-1))	0.000540	0.675673	0.5022
D(ECT(-1))	-0.699719*	-11.22122	0.0000*
DUM	-0.018244*	-3.713813	0.0005*

* Tingkat Signifkansi pada level 5 % = 0,05

Sumber: Hasil Olahan Eviews 4.1

Dengan mensubtitusi nilai-nilai pada tabel tersebut ke persamaan (5.2) persamaan permintaan uang Short Run (ECM) akan menjadi:

$$\begin{aligned}
 \Delta \ln m_t = & 0.012112 + 0.228980 \Delta \ln m_{t-1} + 0.738051 \Delta \ln y_{t-1} \\
 & (0.004223) \quad (0.066021) \quad (0.065590) \\
 & - 0.001255 \Delta \text{SSBI}_{t-1} + 0.000547 \Delta \text{SKR}_{t-1} - 0.000540 \Delta \text{JIBOR}_{t-1} \\
 & (0.000452) \quad (0.001756) \quad (0.000800) \\
 & - 0.018244 \text{DUM} - 0.699719 \text{ECT}(-1) + \varepsilon_t \dots\dots\dots(5.2) \\
 & (0.004913) \quad (0.062357)
 \end{aligned}$$

Hasil Regresi ECM untuk permintaan uang jangka pendek menunjukkan bahwa hanya ada lima variabel yang signifikan mempengaruhi Perubahan Jumlah Uang Beredar Pada periode t ($\Delta \ln m_t$), variabel tersebut antara lain Tingkat perubahan jumlah permintaan uang M2 pada periode $t-1$ ($\Delta \ln m_{t-1}$), Tingkat perubahan GDP Riil pada periode $t-1$ ($\Delta \ln y_{t-1}$), Tingkat Perubahan Suku Bunga SBI 3 Bulan pada periode $t-1$ ($\Delta SSBI_{t-1}$), Variabel Dummy (DUM), dan Variabel *Error Correction Term* pada periode $t-1$ [$E C T (-1)$]. Sementara itu sisa variabel yang lainnya tidak menunjukkan hasil yang signifikan dalam mempengaruhi Perubahan Jumlah Uang Beredar Pada periode t ($\Delta \ln m_t$).

Berikut ini adalah analisis Empiris lebih lanjut dari hasil estimasi tersebut, yaitu Tingkat perubahan jumlah permintaan uang M2 pada periode $t-1$ ($\Delta \ln m_{t-1}$) memiliki nilai koefisien sebesar 0.228980 dan arah tandanya positif sehingga menunjukkan bahwa apabila Tingkat perubahan jumlah permintaan uang M2 pada periode $t-1$ (Δm_{t-1}) meningkat sebesar 1 %, maka perubahan permintaan uang riil M2 pada periode t (Δm_t) akan meningkat sebesar 0.23 %. Tingkat perubahan GDP Riil pada periode $t-1$ ($\Delta \ln y_{t-1}$) memiliki nilai koefisien sebesar 0.738051 dan arah tandanya positif sehingga menunjukkan bahwa apabila Tingkat perubahan GDP Riil pada periode $t-1$ (Δy_{t-1}) meningkat sebesar 1 %, maka perubahan permintaan uang riil M2 pada periode t (Δm_t) akan meningkat sebesar 0.74 % Tingkat Perubahan Suku Bunga SBI 3 Bulan pada periode $t-1$ ($\Delta SSBI_{t-1}$) memiliki nilai koefisien sebesar 0.001255 dan arah tandanya negatif sehingga menunjukkan bahwa apabila perubahan Suku Bunga SBI 3 Bulan pada periode $t-1$ ($\Delta SSBI_{t-1}$) meningkat sebesar 1 %, maka perubahan permintaan uang riil M2 pada periode t (Δm_t) akan menurun sebesar 0.001 %.

Fakta empiris tersebut menunjukkan bahwa:

- a. Pola perilaku perubahan jumlah permintaan uang masyarakat pada periode sebelumnya cukup menjadikan dasar bagi mereka dan juga para pelaku ekonomi lainnya untuk memutuskan seberapa besar permintaan uang M2 pada periode berikutnya yang akan ditargetkan. Hal ini juga mencerminkan bahwa ciri-ciri kriteria ekspektasi dalam Ilmu Ekonomi, yaitu *Adaptive Expectation* dalam memegang uang M2 juga berlaku dalam perekonomian Indonesia.

- b. Perubahan Tingkat GDP Riil pada periode sebelumnya juga mempengaruhi seberapa besar *Real Purchasing Power* mereka pada periode berikutnya. Sehingga seberapa besar transaksi ekonomi untuk memenuhi pola konsumsi mereka pada periode sekarang, pasti akan melibatkan pertimbangan nominal permintaan uang pada periode berikutnya. Tentunya pola konsumsi tersebut juga sangat dipengaruhi oleh seberapa besar nominal Income mereka setiap bulan dan juga tingkat harga-harga di pasar barang dan jasa. Hal ini membuktikan *Permanent Income Hypothesis* yang juga diasumsikan oleh Milton Friedman di pasar uang, ternyata berlaku. Akibatnya jika terjadi shocks di pasar barang dan jasa, juga akan berpengaruh terhadap keseimbangan di pasar uang karena timbulnya *Excess Money Demand*.

- c. Perubahan Tingkat Suku Bunga SBI 3 bulan pada periode sebelumnya juga menjadi pertimbangan yang kuat dalam mempengaruhi masyarakat atau agen ekonomi lainnya untuk berkontribusi terhadap penciptaan Money Demand M2. Tingkat SBI 3 bulan pada periode sebelumnya dapat direpresentasikan sebagai Tingkat Opportunity Cost yang besar dari memegang uang M2. Sehingga apabila Opportunity Cost memegang uang ternyata lebih besar daripada memegang Obligasi, maka masyarakat lebih baik

mengalokasikan sejumlah uangnya dari produk perbankan (Depositi dan Tabungan) atau pun uang tunia (M1), menjadi bentuk-bentuk aset obligasi likuid lainnya. Sitematika inilah yang menjadi salah satu pengaruh yang dominan bagi permintaan uang M2 di masyarakat, terutama pada masa Recovery pasca krisis moneter di Indonesia.

d. Variabel Dummy (0 untuk masa sebelum krisis, dan 1 untuk masa sesudah krisis) mempunyai pengaruh yang signifikan dan bertanda negatif. Hal tersebut menunjukkan bahwa apabila variabel Dummy adalah 0 (periode sebelum / menjelang krisis terjadi), maka jumlah perubahan permintaan uang M2 yang diminta akan lebih besar jika dibandingkan dengan variabel Dummy 1 periode saat / setelah krisis terjadi). Maknanya adalah pada periode saat / setelah terjadinya krisis, terjadinya kenaikan harga (Inflasi) yang tajam mengakibatkan berkurangnya Purchasing Power masyarakat, yang membawa dampak pada berkurangnya transaksi ekonomi di Indonesia ketika itu. Pada akhirnya akibat tersebut akan merambat terjadinya penurunan perubahan jumlah permintaan uang beredar di pasar uang – termasuk juga kategori permintaan uang artian luas M2.

d. Kesignifikansian variabel *Error Correction Term* (E C T) dalam estimasi persamaan ECM ini menunjukkan adanya koreksi terhadap error pada level Short Run yang mempengaruhi proses menuju keseimbangan Long Runnya. Konsekuensinya adalah apabila terjadi suatu perbedaan antara desired jumlah M2 dengan expected-nya sehingga terdapat Error Disturbances yang meningkat sebesar 1 % di level Short Run, maka akan langsung dilakukan koreksi / penyesuaian terhadap error tersebut ke bawah untuk dikembalikan pada Path Keseimbangan Long Runnya. Kemudian dilain pihak,

apabila terjadi suatu perbedaan antara desired jumlah M2 dengan expected-nya sehingga terdapat Error Disturbances yang menurun sebesar 1 % di level Short Run, maka akan langsung dilakukan koreksi / penyesuaian terhadap error tersebut ke atas untuk dikembalikan pada Path Keseimbangan Long Runnya. Mekanisme tersebut terjadi selama proses menuju keseimbangan Long Run yang dipengaruhi oleh keseimbangan Short Run terus berlangsung. Sedangkan, Nilai parameter ECT (-1) yaitu 0.699719 dengan nilai yang relatif besar, menunjukkan bahwa proses penyesuaian (Adjustment Mechanism Process) berlangsung dengan cukup cepat. Keadaan ini dapat memberikan interpretasi ekonomi bahwa variabel-variabel independen dalam persamaan ini cukup besar mempengaruhi variabel dependennya. Tanda negatif yang menyertai nilai koefisien λ dari ECT (-1) tersebut menggambarkan bahwa nilai Parameter ECT memang seperti yang diharapkan. Karena jika nilai tersebut bertanda negatif berarti arahnya memang akan mendekati keseimbangan permintaan uang M2 jangka panjangnya.

Kalau Kita telaah dengan seksama berdasarkan hasil Summary estimasi output dan Persamaan Short Run (ECM) di atas, maka Kita akan menemukan bahwa beberapa variabel Independen yang lain tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen perubahan jumlah uang beredar artian luas (M2). Namun demikian Kita dapat melihat besarnya nilai koefisien dari masing-masing variabel antara lain Pertama, Tingkat Perubahan Suku Bunga Kredit Modal Kerja pada periode t-1 (ΔSKR_{t-1}) memiliki nilai koefisien sebesar 0.000547 dan arah tandanya positif sehingga menunjukkan bahwa apabila perubahan tingkat Suku Bunga Kredit Modal Kerja pada periode t-1 (ΔSKR_{t-1}) meningkat sebesar 1 %, maka perubahan permintan uang riil M2 pada periode t (Δm_t) akan meningkat sebesar 0.0005 %, pergerakan nilai tersebut cenderung sangat kecil sekali. Kedua, Tingkat perubahan Suku Bunga di Pasar uang Internasional pada periode t-1 (Δ

JIBOR_{t-1}) memiliki nilai koefisien sebesar 0.000540 dan arah tandanya positif sehingga menunjukkan bahwa apabila perubahan tingkat Suku Bunga di Pasar uang Internasional pada periode t-1 (Δ JIBOR_{t-1}) meningkat sebesar 1 %, maka perubahan permintaan uang riil M2 pada periode t (Δ m_t) akan meningkat sebesar 0.0005 %, pergerakan tersebut juga cenderung sangat kecil. Kedua variabel tersebut tidak terlalu dominan mempengaruhi perubahan pola permintaan uang pada periode selanjutnya.

V.2.3. Disequilibrium di Pasar Uang

Melalui proses penentuan permintaan uang jangka pendek (ECM), dapat diperoleh estimasi permintaan uang yang valid sehingga dapat mengakomodasikan adanya indikasi mekanisme penyesuaian Error Term akibat adanya suatu kondisi disequilibrium di pasar uang. Terciptanya kondisi disequilibrium pada permintaan uang beredar M2 dapat diidentifikasi dalam dua keadaan, yaitu Excess Demand dan Excess Supply. Berikut ini penjelasan kedua keadaan tersebut terkait dengan penemuan hasil estimasi output pada Model permintaan uang beredar riil Long Run (Persamaan Kointegrasi) dan Model permintaan uang Short Run (Persamaan ECM).

V.2.3.1. Excess Demand

Kondisi Excess Demand yang menyebabkan terjadinya Permintaan jumlah uang beredar yang berlebih relatif jika dibandingkan dengan Supply-nya di pasar uang, dapat diakibatkan oleh beberapa faktor baik yang terkait secara langsung maupun tidak langsung. Faktor-faktor tersebut antara lain terkait dengan aspek Sosial, Politik, dan Ekonomi – yang menyebabkan masyarakat lebih ingin memegang kekekayaannya dalam bentuk yang paling likuid (Cash Money Holding). Hal ini mengindikasikan tingkat kepercayaan masyarakat terhadap system perbankan Indonesia terutama pada periode menjelang / saat krisis moneter. Seperti yang tercermin pada ekspansi Base Money yang dilaksanakan oleh Bank Indonesia sebesar 27.5 % dibandingkan periode sebelumnya. Ekspansi Base Money

ini juga disebabkan meningkatnya pemberian Bantuan Likuiditas Bank Indonesia (BLBI) kepada bank-bank yang kondisi keuangannya dalam keadaan sulit, terutama pada Triwulan pertama periode 1998 / 1999.

Faktor lain yang mengakibatkan secara langsung kenaikan permintaan uang beredar—termasuk M2, adalah adanya fenomena Bank Panic / Bank Run / Bank Rush. Kejadian ini terjadi pada triwulan terakhir periode 1998 / 1999, dimana telah terstigma dengan adanya Asymmetric Information akibat adanya kekhawatiran bahwa beberapa Bank bemasalah yang akan dilikuidasi dapat memeperburuk kinerja Perbankan secara keseluruhan di Indonesia dan tentunya akan merugikan pihak nasabah dari bank-bank tersebut. Pada kondisi tersebut. Untuk menghindari besarnya probabilitas terjadinya Risk dan Uncertainty di sektor perbankan, maka masyarakat melakukan penarikan (Withdrawal) besar-besaran semua jenis tabungan serta depositonya dari bank dan mengkonversikannya dalam bentuk uang tunai / Currency. Akibatnya Rasio Currency per Credit di pasar uang menjadi sangat tinggi yang selanjutnya berimplikasi pada terganggunya fungsi intermediasi perbankan untuk menghimpun dan menyalurkan dana kepada masyarakat luas. Belum lagi, jumlah kredit macet (Default Credit) yang dihadapi oleh bank-bank umum cukup banyak terjadi pada masa krisis turut memperparah terjadi Excess demand di keseimbangan pasar uang M2.

Berdasarkan laporan Bank Indonesia pada tahun 2004, ada beberapa faktor yang menghambat terbentuknya mekanisme permintaan kredit, yaitu diantaranya rendahnya permintaan investasi karena iklim usaha yang kurang kondusif, masih tingginya suku bunga pinjaman membuat perusahaan-perusahaan mencari alternatif pembiayaan diantaranya menerbitkan obligasi dengan yield yang rendah, membesarnya spread atau selisih antara suku bunga pinjaman dan suku bunga deposito menimbulkan adanya adanya ekspektasi penurunan suku bunga pinjaman sehingga debitur menunda pengajuan pinjaman

baru yang telah disetujui, dan adanya permasalahan Asymmetric Information di industri perbankan juga turut menyebabkan bank-bank memfokuskan pemberian kreditnya pada debitur-debitur yang sudah dikenal sehingga debitur baru yang potensial kesulitan memperoleh akses terhadap kredit bank.

Sementara itu pada periode setelah krisis atau pada masa recovery tahun 2000, 2001, 2002, dan 2003 kondisi Excess demand juga kebetulan terjadi bersamaan dengan dekatnya musim liburan panjang dan hari-hari besar keagamaan seperti Hari Raya Idul Fitri, Natal, dan Tahun Baru juga menyebabkan kebutuhan transaksi ekonomi yang membutuhkan uang M1 semakin meningkat. Akibatnya tentu volume uang yang tersirkulasi di pasar uang secara keseluruhan M2 juga akan meningkat. Selanjutnya karena besarnya transaksi yang terjadi, maka Agregat Demand terutama yang berasal dari sisi Konsumsi pasti akan meningkat tajam pula dan mengakibatkan kenaikan tingkat harga secara umum serta memperparah kondisi disequilibrium yang terjadi di pasar uang.

V.2.3.2. Excess Supply

Kondisi Excess Supply ini dapat dikatakan diakibatkan oleh ketidakmampuan sisi Permintaan untuk menyerap jumlah uang yang beredar di perekonomian. Hal ini dapat mengindikasikan perekonomian sedang melambat, yang ditunjukkan oleh pertumbuhan tingkat GDP yang rendah. Sehingga kelebihan uang yang ada di perekonomian tidak direspon masyarakat, dan tidak diserap untuk meningkatkan aktivitas perekonomian.

Sementara itu Excess Supply yang terjadi ditunjukkan oleh tingginya tingkat inflasi terutama pada September. Pada 1998 dimana laju inflasi tahunan mencapai 77,6 %. Pada paragraf pertama tahun 1998/1999 hampir terjadi hiperinflasi dimana laju inflasi mencapai 38 % padahal tahun sebelumnya hanya mencapai 3,5 %. Hal ini diakibatkan karena meningkatnya tekanan harga terutama yang berasal dari sisi penawaran akibatnya depresiasi nilai rupiah, yang mengakibatkan harga barang impor dan pada akhirnya

mendorong kenaikan harga secara umum. Sementara itu pasokan barang berkurang karena kegiatan produksi menurun dan jalur distribusi terganggu akibat rusaknya sentra-sentra perdagangan pasca kerusuhan Mei 1998. Selain itu ekspansi moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia juga ikut memberikan tekanan inflasi. Akibat tingginya inflasi tersebut maka nilai uang turun sangat tajam sehingga masyarakat enggan untuk memegang uang.

Pada tahun 2000, tekanan terhadap laju inflasi meningkat sehubungan dengan relatif lambatnya sisi penawaran dalam mengimbangi kenaikan sisi permintaan akibat berbagai permasalahan struktural ekonomi yang masih ada. Tekanan inflasi juga muncul sebagai dampak dari kebijakan pemerintah di bidang harga dan pendapatan, yang mengakibatkan terjadinya kenaikan harga-harga barang pokok, serta melemahnya nilai tukar rupiah. Berbagai perkebanganan tersebut menyebabkan inflasi melampaui sasaran yang ditetapkan pada awal tahun. Pada periode ini juga terdapat ekspansi uang primer yang berasal dari pengeluaran pemerintah dalam rupiah yang dibiayai dari penerimaan luar negeri dan imbasnya terjadi peningkatan uang dalam artian luas M2. Bermula dari itu, perekonomian Indonesia mengalami tantangan berat dalam usaha untuk mencapai sasaran uang dengan target tertentu. Pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi, ekspektasi inflasi, yang memburuk, dan rupiah yang melemah tersebut menyebabkan permintaan uang meningkat tajam. Sementara itu, masih belum pulihnya fungsi intermediasi perbankan menyebabkan sinyal kebijakan moneter Bank Indonesia tidak direspon secara proporsional oleh perbankan sehingga tidak mendukung upaya penarikan kelebihan uang tersebut. Kondisi ini menjadikan semakin berat seiring dengan meningkatnya ketidakpastian sosial politik di dalam negeri. Oleh karenanya pada tahun 2000 terdapat suatu periode Excess Supply dan pada periode berikutnya langsung menunjukkan kondisi Excess Demand, hal ini berlangsung selama beberapa periode tahun berikutnya, 2002 sampai dengan 2003.

Sedangkan kondisi mayoritas Excess Supply yang terjadi adalah pada tahun 2004, hal ini terungkap pada paruh pertama tahun 2004, dimana Bank Indonesia melakukan kebijakan moneter yang cenderung longgar (Expansive Monetary Policy). Suku bunga instrument moneter, mengalami penurunan secara bertahap sementara Bank Indonesia Indonesia juga tetap mengoptimalkan penerapan eksese likuiditas perbankan yang cukup besar. Pada akhir tahun tingkat SBI 3 bulan tercatat hanya sebesar 7.29 % menurun dibandingkan tahun sebelumnya. Penurunan Suku bunga SBI tersebut juga diikuti dengan penurunan berbagai macam suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PIAB), Deposito, dan kredit perbankan. Selain itu juga karena ekspansi fiskal ini terutama bersumber dari peningkatan komponen pembayaran transfer, khususnya subsidi BBM yang meningkat di atas sasaran akibat kenaikan harga minyak mentah dunia.

Sebab lainnya yang mengakibatkan terjadinya Excess Supply pada periode ini adalah munculnya fenomena Undisbursed Loan, dimana kondisi ketiakteimbangan antara permintaan dan penawaran kredit, dimana terjadi peningkatan pasokan kredit, namun permintaan kredit menurun tajam. Berdasarkan Laporan Bank Indonesia tahun 2004, faktor-faktor yang mendorong peningkatan pasokan kredit adalah Perbaikan modal bank setelah menjalani program restrukturisasi, perbaikan pada struktur aset bank dengan diperkenalkannya perdagangan obligasi pemerintah sehingga memberikan tambahan likuiditas bagi bank untuk memperbesar kapasitas pinjamannya, membaiknya rasio Non Performing Loan (NPL) sehingga memberikan peluang bagi bank untuk melakukan ekspansi kredit, dan masih tingginya Suku Bunga kredit dibandingkan suku bunga dari aktiva produktif lainnya -- seperti SBI dan obligasi lainnya, telah menyebabkan bank-bank untuk meningkatkan pasokan penyaluran kredit.

Berdasarkan beberapa kenyataan yang menyebabkan pola perilaku permintaan uang sangat volatile di pasar uang sehingga seharusnya Bank Indonesia dapat dengan lebih

bijak untuk merespon Kebijakan Moneternya. Karena apabila implementasi Kebijakan Moneter tersebut tidak didasarkan Cost – Benefit Analysis yang akurat, maka eksekusi negatifnya adalah terjadi ketidakefektifan dan instabilitas di pasar uang akibat macetnya Transmisi Moneter, yang pada tahap yang lebih tinggi akan berpengaruh pada sisi Agregat Demand dan Agregat Supply dalam perekonomian Indonesia kedepannya. Selain itu, Bank Indonesia harus cukup sensitif terhadap perubahan yang terjadi di Pasar Uang Internasional atau bahkan Kebijakan-kebijakan dari negara *Big Open Economy* (yang dapat mempengaruhi Tingkat Suku Bunga Internasional), seperti *FED* – nya Bank Sentral Amerika Serikat.

