

BAB IV

ANALISA HASIL PENELITIAN

4.1. Gambaran Umum

Dalam beberapa tahun terakhir pasca krisis yang terjadi di berbagai belahan dunia, termasuk Indonesia, topik Stabilitas Sistem Keuangan (SSK) menjadi agenda utama para pembuat kebijakan baik di tingkat nasional maupun internasional yang ditandai dengan semakin banyaknya publikasi, hasil kajian, seminar dan konvensi yang membahas stabilitas sistem keuangan (Bank Indonesia, 2007). Krisis keuangan pada tahun 1997 semakin menyadarkan pentingnya SSK mengingat ketidakstabilan sistem keuangan akan menimbulkan dampak yang sangat buruk yakni hilangnya kepercayaan masyarakat terhadap sistem keuangan dan menurunnya pertumbuhan ekonomi serta pendapatan nasional, disamping timbulnya biaya pemulihan ekonomi khususnya sektor keuangan akibat krisis yang sangat besar.

Pelaksanaan fungsi mendorong terciptanya SSK di Indonesia dilakukan oleh bank sentral dengan pertimbangan kemampuan yang dimiliki bank sentral dapat memitigasi dampak terjadinya instabilitas perekonomian melalui instrumen yang dimilikinya guna memulihkan kepercayaan masyarakat dengan cepat. Mengingat SSK merupakan kebijakan publik (Crockett, 1997), maka secara umum pihak-pihak yang turut bertanggung jawab adalah semua pihak yang terkait dengan sistem keuangan sebagai berikut: (i) Otoritas Keuangan (antara lain Pemerintah, Bank Sentral, Lembaga Penjamin Simpanan); (ii) Pelaku Keuangan (bank, pasar modal, LKBB); dan (iii) Publik, khususnya pengguna jasa keuangan.

Semakin terintegrasinya perekonomian global saat ini telah menyebabkan krisis di satu negara dengan cepat merambat ke negara lainnya. Satu hal yang membedakan antara krisis keuangan tahun 2008 dengan krisis pada tahun 1997 adalah perbedaan pada tingkat integrasi ekonomi antar negara. Dalam perekonomian global, ruang yang menjadi tempat berlalunya barang dan modal tidak lagi dibatasi oleh garis demarkasi antar negara dimana keberjarakan menjadi relatif karena integrasi perekonomian telah menghubungkan negara dengan negara lainnya tanpa batas. Transmisi keterkaitan ekonomi bekerja melalui jalur perdagangan maupun keuangan yang semakin cepat ditandai oleh pertumbuhan perdagangan internasional

yang meningkat, keterhubungan pasar keuangan antar negara yang semakin erat, penanaman modal asing yang meningkat, serta mobilitas penanaman portofolio yang tinggi (Bank Indonesia, 2008).

Di satu sisi, integrasi perekonomian domestik dengan perekonomian global telah menambah dinamika dan memberi banyak manfaat pada perekonomian Indonesia. Integrasi pasar keuangan domestik dengan pasar keuangan global akan memperbaiki kesejahteraan (*welfare*) suatu negara dimana arus modal dari negara yang memiliki kelebihan modal kepada negara yang memerlukan modal akan meningkatkan kesejahteraan di kedua negara tersebut apabila *marginal product of capital* di negara penerima lebih tinggi dari pada negara pengirim. Akses dana dari luar negeri juga dapat digunakan untuk mempercepat pertumbuhan agregat ketika sumber pembiayaan domestik terbatas. Di sisi lain, integrasi perekonomian juga mengandung risiko instabilitas. Hadirnya *asymmetric information* serta distorsi di perekonomian global dan domestik telah mengurangi manfaat dari integrasi perekonomian. Pada kenyataannya, arus informasi di pasar keuangan tidak sepenuhnya sempurna baik pada sisi transparansi maupun keakuratannya. Guncangan perekonomian global, sebagaimana yang terjadi akhir-akhir ini, secara signifikan memengaruhi perekonomian Indonesia.

Menyikapi berbagai perkembangan di atas, tantangan yang dihadapi ekonomi yang kian terintegrasi tentunya akan semakin kompleks. Kebijakan-kebijakan untuk mengoptimalkan manfaat dan meminimalkan risiko yang diperoleh dari integrasi ekonomi menjadi suatu hal yang tidak dapat dielakkan. Selain itu, peran kerja sama berbagai pihak terkait, khususnya yang terkait dengan sistem perdagangan dan sistem keuangan, baik nasional maupun internasional, menjadi sangat penting.

Penelitian ini mengamati perkembangan dan hubungan antara variabel pertumbuhan ekonomi, yang diukur melalui PDB, penyaluran kredit oleh perbankan, kapitalisasi pasar modal, dan pergerakan tingkat suku bunga yang diukur dengan suku bunga SBI tenor 1 (satu) bulan, dengan metode analisis deskriptif berupa diagram *time series* yang menggunakan pendekatan VAR. Perkembangan masing-masing variabel selama periode penelitian adalah sebagai berikut:

4.1.1. Perkembangan Kebijakan Moneter dan Pertumbuhan Ekonomi

Kemerosotan harga minyak di pasar dunia pada awal dekade 1980-an menimbulkan keterbatasan penerimaan negara untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) dimana dominasi Pemerintah dalam menopang peningkatan kegiatan ekonomi tidak dapat dipertahankan sehingga mengancam kelangsungan pembangunan nasional. Karena itu, Pemerintah segera menempuh kebijakan deregulasi, debirokratisasi, bahkan liberalisasi diberbagai sektor ekonomi, baik sektor keuangan, perdagangan, maupun investasi, dengan tujuan menumbuhkan, mendorong, dan meningkatkan peran swasta dalam setiap aspek kehidupan ekonomi untuk menggantikan peran Pemerintah dalam rangka mempertahankan pembangunan nasional. Dalam rangka mendorong kegiatan ekonomi domestik dalam menghadapi persaingan global, Pemerintah mengeluarkan Paket Kebijakan Oktober 1988 (Pakto '88) yang secara umum merupakan paket penyempurnaan kebijakan di bidang keuangan, moneter dan perbankan.

Kebijakan deregulasi tersebut pada akhirnya menyebabkan perkembangan yang sangat pesat di sektor keuangan dan perbankan di Indonesia. Sebagai dampak dari deregulasi sektor keuangan, aliran dana masuk ke perekonomian Indonesia, khususnya pinjaman luar negeri swasta menjadi demikian besar. Di satu sisi, besarnya aliran dana luar negeri tersebut mampu menutup *saving-investment gap* sehingga dapat mendorong peningkatan pertumbuhan ekonomi dan pembangunan nasional. Sementara di sisi lain, dana luar negeri yang umumnya berjangka pendek tersebut kemudian menimbulkan sejumlah permasalahan akibat penggunaan yang tidak disertai dengan perhitungan risiko perubahan nilai tukar dan banyak dimanfaatkan untuk membiayai proyek-proyek berjangka panjang serta tidak menghasilkan devisa. Dari sisi moneter, besar dan mobilitas aliran dana luar negeri tersebut juga mempersulit pelaksanaan kebijakan moneter yang dilakukan oleh bank sentral.

Untuk menghindari dampak negatif terhadap peningkatan inflasi dan kestabilan nilai tukar Rupiah sebagai akibat dari ekspansi uang beredar yang berasal dari aliran dana luar negeri tersebut, bank sentral melakukan penyerapan kelebihan likuiditas perekonomian yang pada gilirannya mendorong peningkatan suku bunga dalam negeri. Tingginya suku bunga domestik justru semakin mendorong derasnya

aliran dana masuk dari luar negeri. Akibatnya, jumlah pinjaman luar negeri swasta menjadi semakin besar. Kondisi tersebut diperburuk dengan tidak dijalankannya proyek-proyek swasta yang dibiayai pinjaman luar negeri sesuai dengan prinsip-prinsip *good governance* dan diperparah dengan datangnya krisis tahun 1997.

Permasalahan yang diuraikan di atas melandasi pergantian UU No.13 tahun 1968 tentang Bank Sentral dengan Undang-undang No.12 tahun 1999 sebagaimana telah diubah terakhir dengan Undang-undang No.6 tahun 2009 tentang Bank Indonesia. Dalam landasan hukum yang baru, Bank Indonesia sebagai bank sentral mempunyai tujuan tunggal yang lebih fokus, yakni *mencapai dan memelihara kestabilan nilai Rupiah* yang merupakan sebagian prasyarat bagi tercapainya pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan, yang pada gilirannya akan meningkatkan kesejahteraan rakyat. Untuk mencapai tujuan dimaksud, Bank Indonesia dituntut untuk mampu melaksanakan tiga tugas pokok, yakni (i) menetapkan dan melaksanakan kebijakan moneter, (ii) mengatur dan menjaga kelancaran sistem pembayaran, dan (iii) mengatur dan mengawasi bank, yang ketiganya memiliki keterkaitan erat dalam upaya mencapai dan memelihara kestabilan nilai Rupiah.

Dalam menetapkan dan melaksanakan kebijakan moneter, Bank Indonesia diberi kewenangan untuk menetapkan sasaran-sasaran moneter dan melakukan pengendalian moneter yang sesuai dengan tujuan kebijakan moneter dalam rangka mendukung pelaksanaan pembangunan ekonomi yang berkesinambungan. Secara garis besar, Warjiyo dan Solikin (2003) mengemukakan kerangka strategis kebijakan moneter sebagai berikut:

Pendekatan kuantitas (*quantity-based approach*) yang menggunakan target besaran moneter, yakni M0, M1 dan M2 dipilih dengan pertimbangan bahwa dalam kondisi keuangan yang sedang mengalami berbagai permasalahan struktural seperti Indonesia, bank sentral perlu mengendalikan salah satu indikator utama, yakni uang primer, yang berpengaruh terhadap perkembangan uang beredar, pertumbuhan ekonomi, dan inflasi.

Pendekatan harga (*price-based approach*) yang menekankan peranan harga besaran moneter, yakni suku bunga, sebagai variabel yang penting dalam mentransmisikan pengaruh kebijakan moneter kepada kegiatan perekonomian.

Pendekatan ini digunakan dengan pertimbangan bahwa semakin berkembangnya sektor keuangan, terjadinya pelepasan keterkaitan antara sektor moneter dan sektor riil (*decoupling*) serta kegiatan penciptaan uang oleh sistem keuangan yang berlipat ganda melebihi penciptaan uang oleh bank sentral, menyebabkan perilaku angka pelipat ganda uang (*money multiplier*) cenderung tidak stabil.

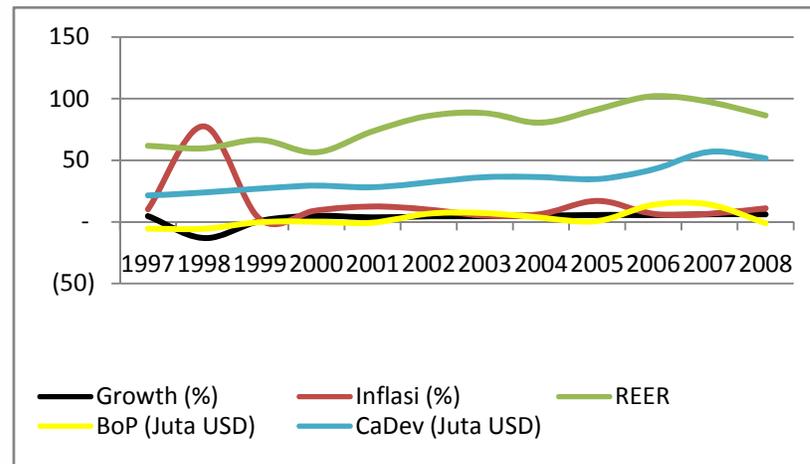
Inflation Targeting Framework (ITF), merupakan kerangka kebijakan moneter dimana target inflasi secara eksplisit diumumkan kepada publik dan manajemen kebijakan moneter diarahkan sedemikian rupa sehingga target inflasi dapat tercapai dalam suatu jangka waktu (*time horizon*) tertentu (Bernanke, 1999).

Sejak Juli 2005, Bank Indonesia mulai mengimplementasikan ITF dengan empat cakupan, yakni (i) penggunaan suku bunga acuan (*BI-rate*) sebagai sasaran operasional, (ii) proses perumusan kebijakan moneter yang antisipatif, (iii) strategi komunikasi yang lebih transparan, dan (iv) penguatan koordinasi kebijakan dengan Pemerintah. Dengan ITF, *BI-rate* akan digunakan sebagai sinyal respon kebijakan moneter dan sasaran operasional, yang selanjutnya akan diimplementasikan melalui Operasi Pasar Terbuka (OPT) untuk SBI dengan tenor satu bulan dengan pertimbangan sebagai berikut: (i) SBI dipergunakan sebagai *benchmark* oleh perbankan dan pelaku pasar modal di Indonesia, (ii) sebagai sasaran operasional, suku bunga SBI akan memperkuat sinyal respon kebijakan moneter yang ditempuh Bank Indonesia, dan (iii) dengan perbaikan kondisi sektor perbankan dan keuangan, SBI terbukti mampu mentransmisikan kebijakan ke sektor keuangan dan ekonomi.

Selanjutnya, Bank Indonesia melakukan monitoring terhadap perkembangan sasaran antara yang mencakup besaran-besaran moneter, tingkat suku bunga dan nilai tukar Rupiah yang merupakan jalur transmisi kebijakan moneter di Indonesia.

Sejak krisis ekonomi melanda Asia pada tahun 1997, kinerja perekonomian nasional turut mengalami kemunduran. Walaupun pada tahun 1999 mulai memperlihatkan tanda-tanda pemulihan, perekonomian nasional masih berada dalam keadaan yang tidak stabil, tercermin dari pergerakan harga-harga yang meningkat tajam, posisi neraca pembayaran yang masih cenderung melemah, dan terjadinya kontraksi ekonomi. Memasuki tahun 2000, tanda-tanda pemulihan ekonomi semakin jelas. Kontraksi perekonomian mulai berkurang dan beberapa indikator menunjukkan

bahwa proses pemulihan ekonomi tampak menguat, sebagaimana terlihat pada grafik berikut:



Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan-Bank Indonesia

Grafik 4.1
Perkembangan Indikator Makroekonomi

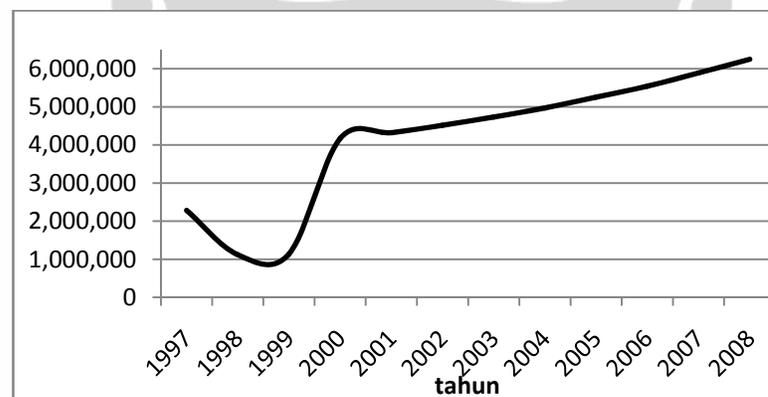
Namun demikian, proses pemulihan ekonomi masih dihadapkan pada beberapa permasalahan mendasar yang dapat menahan akselerasi pemulihan ekonomi seperti belum selesainya restrukturisasi perbankan, kredit dan perusahaan yang disertai dengan ketidakpastian hukum, sosial, politik dan keamanan, yang pada gilirannya akan membatasi penanaman investasi baru yang dibutuhkan untuk menunjang pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan. Sementara itu, masih tingginya risiko dan ketidakpastian sehubungan dengan meningkatnya ketegangan sosial politik serta lemahnya penegakan hukum di negeri ini menyebabkan menurunnya kepercayaan dunia usaha untuk melakukan kegiatan produksi dan investasi yang dapat menghambat ekspansi ekonomi lebih lanjut.

Seiring dengan membaiknya indikator ekonomi, sebagaimana terlihat pada grafik 4.1 di atas, kinerja perekonomian pada tahun 2003 terus menunjukkan perkembangan positif. Dari sisi permintaan, pertumbuhan tersebut masih didorong oleh kegiatan konsumsi, sementara kegiatan investasi dan ekspor terus tumbuh walaupun masih terbatas. Dari sisi penawaran, meskipun masih tetap rendah, industri pengolahan memberikan kontribusi terbesar bagi pertumbuhan.

Pada tahun 2004, sekalipun terdapat tantangan global berupa naiknya harga minyak mentah, kinerja ekonomi Indonesia masih lebih baik dari yang diperkirakan

semula. Inflasi relatif rendah, indeks harga saham mengalami peningkatan, investasi dan ekspor juga meningkat meskipun belum diikuti penciptaan lapangan kerja yang memadai mengingat masih terdapatnya berbagai hambatan di sektor riil.

Memasuki tahun 2005, Indonesia menghadapi cobaan berat dalam sejarah bangsa ini, baik dari sisi emosi, sosial maupun ekonomi. Bencana tsunami pada tanggal 26 Desember 2004 telah meluluhlantakkan bumi pertiwi di wilayah Sumatera Utara dan Aceh. Prioritas utama Pemerintah saat itu adalah segera memberikan bantuan darurat yang diikuti dengan tahapan rehabilitasi dan rekonstruksi yang diperkirakan akan memakan waktu sekitar 3 (tiga) sampai 5 (lima) tahun. Sementara itu, perekonomian dunia pada tahun 2005 juga mengalami pelambatan akibat lebih tingginya tingkat bunga di Amerika Serikat, menguatnya USD di pasar global, serta terus berlanjutnya harga minyak yang cukup tinggi. Namun dengan adanya kondisi yang tidak kondusif tersebut, perekonomian di dalam negeri tidak lantas turut menjadi goyah. Kondisi ekonomi negeri ini justru melemah pada tahun 2006 akibat merosotnya daya beli masyarakat pasca kenaikan harga BBM pada akhir 2005. Namun demikian, konsistensi Pemerintah untuk tidak menaikkan kembali harga BBM dan tarif listrik di tahun 2006 direspon dengan baik sehingga menimbulkan ekspektasi positif dari para investor dan pelaku pasar global atas pertumbuhan ekonomi kedepannya.



Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan-Bank Indonesia

Grafik 4.2.
Perkembangan Produk Domestik Bruto
(dalam miliar Rupiah)

Pada tahun 2007, gejala krisis keuangan global yang berawal di Amerika Serikat tidak saja mengubah tatanan perekonomian Indonesia, namun telah merubah

tatanan perekonomian dunia. Dampak krisis mulai terasa di seluruh dunia, termasuk negara berkembang di tahun 2008, termasuk di Indonesia. Setelah mencatat pertumbuhan ekonomi diatas 6%, perekonomian Indonesia mulai mendapat tekanan berat pada akhir tahun 2008 yang tercermin pada perlambatan ekonomi secara signifikan terutama karena anjloknya kinerja ekspor. Di sisi eksternal, Neraca Pembayaran Indonesia (*Balance of Payment*, BoP) mengalami peningkatan defisit dan nilai tukar Rupiah mengalami pelemahan signifikan. Di pasar keuangan, seluruh risiko (*risk spread*) dari Surat-surat Berharga (SSB) Indonesia mengalami peningkatan cukup signifikan hingga mendorong arus modal keluar dari investasi asing di bursa saham Surat Utang Negara (SUN) dan SBI.

Secara umum, perekonomian Indonesia tahun 2008 masih mencatat perkembangan ditengah terjadinya gejolak eksternal, meskipun pertumbuhan ekonomi hanya mencapai 6,1% atau mengalami penurunan dari tahun sebelumnya yang mencapai 6,3%. Dilihat dari sumbernya, pertumbuhan ekonomi Indonesia terutama didukung oleh konsumsi swasta akibat stabilnya daya beli masyarakat dengan tingkat keyakinan konsumen yang membaik. Faktor yang menopang daya beli masyarakat antara lain adalah kenaikan tingkat penghasilan pekerja kelas menengah ke atas dan implementasi kebijakan jaring pengaman Pemerintah berupa penyaluran Bantuan Langsung Tunai (BLT) untuk mengkompensasi dampak kenaikan harga BBM pada pertengahan tahun.

4.1.2. Perkembangan Sektor Perbankan dan Penyaluran Kredit

Sebagai lembaga intermediasi, perbankan di Indonesia mengalami perkembangan pesat sejak dua dasawarsa terakhir yang terpacu dengan dikeluarkannya kebijakan Pemerintah berupa deregulasi Perbankan pada Oktober 1988, yang dikenal dengan Paket Oktober 1988 (Pakto 88). Perkembangan tersebut terutama dicerminkan oleh jumlah bank umum yang beroperasi, sebagaimana terlihat pada tabel 4.1 di halaman berikut.

Tabel 4.1.
Jumlah Bank Umum Pasca Kebijakan Pakto 88

Tahun	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Jumlah Bank	146	171	192	208	234	240	240	239	222	208
Tahun	1999	2000	2001	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Jumlah Bank	164	151	145	142	138	133	131	130	130	126

Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia, Bank Indonesia.

Sebagai imbas krisis tahun 1997, kinerja Perbankan Indonesia yang terus menurun menjadi pertimbangan Pemerintah untuk mengeluarkan kebijakan melikuidasi beberapa bank umum berkinerja buruk dan membahayakan perekonomian nasional. Setelah likuidasi, Pemerintah melakukan berbagai upaya dan kebijakan untuk meningkatkan kinerja dan mengembalikan kepercayaan masyarakat terhadap perbankan. Upaya dimaksud membuahkan hasil sebagaimana yang diharapkan, yang terwujud antara lain melalui membaiknya kinerja perbankan yang tercermin dalam peningkatan LDR sejak tahun 1998 sebagaimana terlihat pada tabel 4.2 berikut.

Tabel 4.2.
Perkembangan Kredit, Dana Pihak Ketiga dan LDR Bank Umum

Tahun	Kredit		DPK		LDR (%)
	Nominal (miliar Rp)	Pertumbuhan	Nominal (miliar Rp)	Pertumbuhan	
1998	487,426	28.90	573,524	60.38	84.99
1999	225,133	-53.81	625,618	9.08	35.99
2000	269,000	19.48	720,379	15.15	37.34
2001	307,594	14.35	809,126	12.32	38.02
2002	365,410	18.80	845,015	4.44	43.24
2003	437,944	19.85	902,325	6.78	48.53
2004	553,548	26.40	965,079	6.95	57.36
2005	689,671	24.59	1,134,086	17.51	60.81
2006	787,136	14.13	1,298,756	14.52	60.61
2007	995,112	26,42	1,528,179	17.66	65.12
2008	1,300,179	30.66	1,775,234	16.17	73.24
		83.53		64.93	

Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia – Bank Indonesia, diolah

Sejak krisis tahun 1997, perbankan lebih memilih untuk menempatkan dana pada aset dengan risiko rendah seperti SBI, meskipun dengan tingkat suku bunga yang lebih rendah dari suku bunga kredit. Hal tersebut tercermin dari tingginya peningkatan penerbitan SBI dengan nilai nominal yang lebih besar dari volume penyaluran kredit. Belum berjalannya fungsi perbankan sebagai lembaga *intermediaries*, khususnya dalam hal penyaluran kredit, diperkirakan karena masih tingginya suku bunga kredit. Untuk mengatasi hal tersebut bank sentral mencoba menurunkan suku bunga SBI, yang merupakan *benchmark* suku bunga perbankan secara perlahan-lahan dengan harapan perbankan juga akan mengikuti langkah penurunan bunga tersebut.

Dalam perkembangannya, penurunan suku bunga SBI hanya sejalan dengan penurunan suku bunga deposito. Sementara itu, suku bunga kredit perbankan hanya dapat diturunkan dalam *level* yang lebih rendah. Hal tersebut dikarenakan penetapan suku bunga kredit bank tidak hanya menggunakan SBI sebagai *benchmark* melainkan mempertimbangkan faktor-faktor lain seperti kondisi keuangan bank yang masih belum efisien serta kondisi internal dan eksternal bank lainnya, sehingga suku bunga kredit belum dapat diturunkan sejalan dengan penurunan suku bunga SBI. Perkembangan penerbitan SBI serta suku bunga SBI dengan tenor 1 (satu) bulan, Deposito Berjangka 1 (satu) bulan dan rata-rata kredit, dapat dilihat pada tabel 4.3 pada halaman berikut.

Tabel 4.3.
Perkembangan Penerbitan SBI serta Suku Bunga SBI, Deposito
dan Suku Bunga Rata-rata Kredit

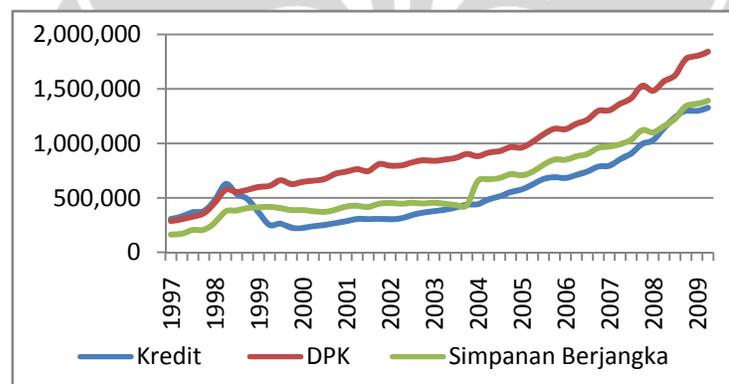
Tahun	Penerbitan SBI (milyar Rp)	Pertumbuhan	Rasio SBI/ Kredit	Suku Bunga		
				SBI	Kredit	Deposito
1998	327,546	174.91	148.81	38.44	30.49	41.42
1999	351,770	7.40	64.00	12.51	19.24	12.24
2000	983,178	179.49	27.36	14.53	17.26	11.96
2001	897,994	-8.66	34.25	17.62	18.98	16.07
2002	1,155,058	29.63	31.64	12.99	18.76	12.81
2003	1,415,085	-22.51	30.95	8.31	16.48	6.62
2004	1,367,815	-3,34	40.47	7.43	14.68	6.43
2005	1,004,878	-26.53	68.63	12.75	16.24	11.98
2006	1,968,867	95.93	39.98	9.75	15.92	8.96
2007	2,973,745	51.04	33.46	8.00	14.05	7.19
2008	2,236,414	-24.79	58.14	10.83	15.34	10.75

Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia – Bank Indonesia

Seiring dengan semakin mendalamnya krisis global tahun 2008, kebijakan perbankan lebih ditujukan pada upaya mengurangi imbas krisis global pada perbankan domestik. Terkait dengan hal tersebut bank sentral mengeluarkan kebijakan perbankan dengan upaya untuk memperkuat ketahanan sistem perbankan dalam rangka mengurangi imbas krisis global pada perbankan domestik melalui penyesuaian ketentuan Fasilitas Pendanaan jangka Pendek (FPJP) yang bertujuan untuk mempermudah akses bank umum dan BPR terhadap pendanaan tersebut. Sementara itu, bank sentral tetap melanjutkan kebijakan perbankan baik dalam kerangka Basel II dan Arsitektur Perbankan Indonesia (API). Selanjutnya kebijakan-kebijakan tersebut diiringi dengan langkah pengaturan yang lebih rinci terkait dengan upaya peningkatan transparansi perbankan, penguatan efektifitas manajemen risiko, likuiditas, dan produk-produk derivatif perbankan. Dengan kebijakan ini diharapkan seluruh pelaku industri perbankan akan memiliki ruang yang cukup untuk tetap menjalankan fungsi intermediasinya, dengan tetap menempatkan prinsip kehati-hatian dan manajemen risiko sebagai prioritas utama.

Sebagaimana terlihat pada grafik 4.3, perkembangan penyaluran kredit perbankan pada periode tahun 1997 sampai 2000 menunjukkan perkembangan yang berfluktuasi. Pasca krisis tahun 1997, kredit-kredit bermasalah dialihkan kepada lembaga yang ditunjuk Pemerintah, yakni Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN) mengakibatkan penyaluran kredit pada periode tersebut mengalami penurunan yang signifikan.

Sementara itu, sejak akhir tahun 1998, penyaluran kredit sedikit meningkat pada awal tahun 1999 dan kembali mengalami penurunan hingga tahun 2000. Bahkan pada tahun 1999-2000, saat suku bunga SBI mengalami penurunan, penyaluran kredit oleh perbankan juga mengalami penurunan. Hal ini mengindikasikan bahwa penurunan penyaluran kredit pada periode tersebut lebih merupakan dampak dari krisis yang terjadi pada tahun 1997.



Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan-Bank Indonesia

Grafik 4.3.

Perkembangan Penyaluran Kredit, DPK Perbankan dan Simpanan Berjangka (dalam miliar Rupiah)

Hingga tahun 2001, pertumbuhan kredit perbankan masih relatif rendah akibat beberapa faktor sebagai berikut: Pertama, terbatasnya debitur potensial akibat masih banyaknya debitur berskala besar dalam proses restrukturisasi di BPPN. Kedua, perbankan menilai bahwa risiko usaha masih tinggi terkait dengan tingginya ketidakpastian perekonomian domestik maupun global. Ketiga, para debitur belum melakukan penarikan komitmen kredit secara optimal karena iklim usaha yang tidak kondusif. Keempat, beberapa bank rekapitalisasi mengalami permasalahan likuiditas akibat kesulitan yang dihadapi dalam penjualan obligasi terkait pasar sekunder obligasi yang belum berkembang. Dan kelima, beberapa bank masih menghadapi

permasalahan permodalan terkait pemenuhan CAR dan pelanggaran BMPK. Beberapa peneliti bahkan menyatakan bahwa penyaluran kredit oleh perbankan di Indonesia telah terjadi *credit crunch* yang antara lain akibat *imperfection information* (Juda Agung, et al., 2001).

Terkait dengan krisis global yang terjadi tahun 2007, dampak krisis pada perbankan secara umum dapat diminalisir oleh karakter perbankan Indonesia yang cenderung “konservatif”. Sumber dana perbankan yang terutama berasal dari Dana Pihak Ketiga (DPK) lebih banyak ditempatkan pada kredit dan Surat-surat Berharga (SSB) yang diterbitkan Pemerintah. Otoritas perbankan melarang untuk berinvestasi pada aset-aset berisiko tinggi sementara investasi pada SSB juga dibatasi hanya pada SSB berkualitas *investment grade*.

Sejalan dengan pertumbuhan ekonomi dan didorong oleh upaya Bank Indonesia meningkatkan fungsi intermediasi perbankan, berbagai indikator kinerja perbankan yang relatif baik disertai dengan ekspansi kredit yang tinggi mampu mendukung aktivitas perekonomian domestik yang tumbuh cukup tinggi. Hal yang menggembarakan adalah pertumbuhan penyaluran kredit investasi mengalami peningkatan signifikan dibandingkan dengan kredit modal kerja dan kredit konsumsi. Hal ini mengindikasikan adanya pertumbuhan investasi domestik yang kondusif. Namun demikian, pertumbuhan penyaluran kredit yang tinggi pada tahun 2008 ternyata tidak disertai dengan pertumbuhan DPK yang seimbang menimbulkan risiko likuiditas pada beberapa bank meskipun secara industri likuiditas perbankan masih mencukupi. Untuk memenuhi komitmen kreditnya, perbankan mencairkan SBI yang dimilikinya sehingga komposisi SBI dalam aktiva produktif bank menurun. Kondisi inilah yang ditengarai menjadi penyebab berkurangnya likuiditas perbankan.

Selanjutnya, sikap perbankan yang berhati-hati terhadap berbagai risiko dalam menjaga ketahanannya dan prospek ekonomi yang cenderung melemah akan berpotensi mengurangi ekspansi kredit. Ditengah kondisi pasar keuangan global yang penuh ketidakpastian dan faktor kepercayaan yang belum pulih sepenuhnya, perbankan cenderung semakin berhati-hati menghadapi berbagai risiko akan mempengaruhi daya tahannya. Apabila hal tersebut terus berlanjut tentunya akan menimbulkan potensi mengurangi alokasi dana yang disalurkan dalam bentuk kredit.

4.1.3. Perkembangan Sektor Pasar Modal dan Kapitalisasi Pasar

Kebangkitan pasar modal di Indonesia baru dimulai sejak tahun 1977, meskipun perdagangan surat berharga sudah mulai dilakukan oleh Pemerintah Hindia Belanda sejak tahun 1912. *Booming* terhadap Pasar Modal Indonesia terjadi setelah Bursa Efek Jakarta dipisahkan dari Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) tahun 1992 serta dijadikan lembaga swasta. Dalam perkembangannya, tahun 2007 telah terjadi penggabungan antara Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan Bursa Efek Surabaya (BES) hingga lahirlah Bursa Efek Indonesia (BEI).

Pada tahun 1997, saat krisis melanda kawasan Asia Tenggara, pasar modal Indonesia mengalami penurunan kondisi. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sempat terkoreksi ke posisi paling rendah dari masa sebelumnya. Tantangan pasar modal pada saat itu sangat besar. Selain harus bertahan dalam kondisi krisis, pasar modal juga dituntut untuk berperan aktif dalam restrukturisasi perusahaan-perusahaan dan pemulihan ekonomi Indonesia. Namun demikian, pasar modal Indonesia berhasil melakukan investasi untuk *scriptless trading* dan *remote trading* perdagangan efek sebagai upaya “menyelamatkan pasar” tanpa melakukan ekspansi. Perkembangan pesat yang tercermin dari meningkatnya jumlah perusahaan *go public*, frekuensi, volume dan nilai perdagangan saham, nilai kapitalisasi pasar, serta IHSG yang dapat dilihat dalam tabel 4.4 pada halaman berikut.

Dalam perkembangannya, krisis keuangan global terjadi yang tahun 2008 terus berlanjut semakin dalam. Keketatan likuiditas global yang mencapai puncak setelah jatuhnya institusi keuangan raksasa, Lehman Brothers, berimbas pada pasar keuangan di Indonesia yang antara lain berupa IHSG yang menurun drastis, serta meningkatnya risiko antarbank menyusul permasalahan likuiditas berkepanjangan yang dialami Bank Century.

Tabel 4.4.
Perkembangan Pasar Modal Indonesia

Tahun	Jumlah Perusahaan <i>go public</i>	Rata-rata Transaksi			Kapitalisasi Pasar (milyar Rp)	IHSG
		Frekuensi	Volume (juta lbr)	Nominal (milyar Rp)		
1998	288	14,195	367	403.58	333,588	398
1999	277	18,418	723	598.70	859,536	677
2000	287	19,217	562	513.70	485,423	416
2001	316	17,722	603	396.43	437,170	392
2002	331	12,621	699	492.91	496,844	425
2003	333	12,203	967	518.34	865,316	692
2004	331	15,452	1,709	1,024.92	1,288,594	1000
2005	336	16,510	1,654	1,670.81	1,488,896	1163
2006	344	19,880	1,806	1,841.77	2,331,799	1805
2007	383	48,216	4,226	4,268.92	1,988,326	2746
2008	396	55,905	3,283	4,435.53	1,076,490	1355

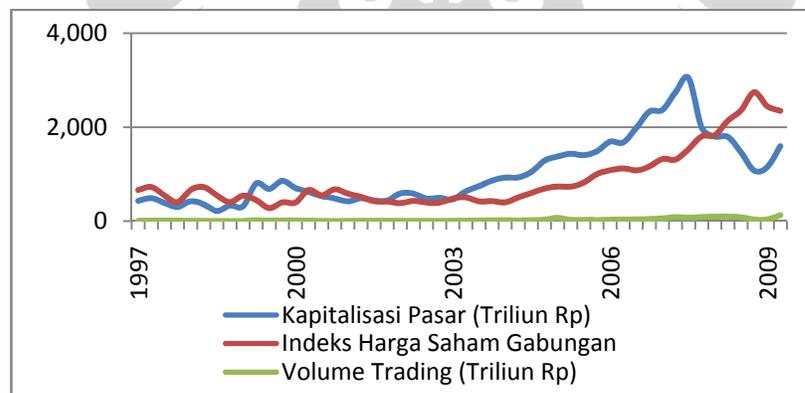
Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia – Bank Indonesia, Bursa Efek Indonesia

Untuk menahan pelemahan IHSG lebih mendalam, Bapepam – LK dan BEI selaku lembaga yang berwenang menangani operasional pasar modal mengeluarkan kebijakan dalam bentuk suspensi perdagangan saham pada bulan Oktober 2008 sebagai upaya memberikan jeda kepada investor agar dapat berpikir rasional ditengah gejolak pasar keuangan yang terjadi. Pada saat yang sama, dikeluarkan pula kebijakan mengenai kemudahan melakukan *buyback* dan larangan melakukan *shortselling* serta membatasi perdagangan marjin guna mengurangi aksi jual ditengah momentum penurunan harga. Pada akhir tahun, BEI mengeluarkan kebijakan yang mewajibkan pelaporan transaksi repo saham dan penutupan transaksi pasar tunai untuk mengurangi disparitas harga yang besar dengan pasar regular, serta meminta beberapa emiten melakukan *public exposure* untuk memberikan informasi atas kondisi perusahaan dimaksud guna mengembalikan kepercayaan investor.

Berbagai kebijakan tersebut mampu meningkatkan kepercayaan investor di pasar saham yang ditunjukkan oleh nilai rata-rata harian transaksi perdagangan di BEI yang tetap meningkat, yakni dari Rp4,27 triliun pada tahun 2007 menjadi Rp4,44 triliun pada tahun 2008. Indikasi membaiknya kepercayaan investor juga

ditunjukkan oleh aktivitas investor asing pada tahun 2008 yang masih membukukan net beli sebesar Rp18,65 triliun dengan komposisi kepemilikan sebesar 67,8% (Bank Indonesia, 2008). Perkembangan pada tahun 2008 tersebut secara umum merupakan cerminan daya tahan pasar modal terhadap krisis pasar keuangan global dan sekaligus membuktikan bahwa peran pasar modal dalam pembiayaan pembangunan cenderung meningkat serta patut diperhitungkan.

Berbeda dengan kondisi penyaluran kredit oleh perbankan yang mengalami penurunan pada tahun 1998, pada tahun yang sama perkembangan kapitalisasi saham dan obligasi di pasar modal justru mengalami peningkatan. Hal ini antara lain disebabkan penerbitan obligasi pemerintah dalam rangka program rekapitalisasi bank-bank umum nasional, dan kemungkinan adanya pergeseran pembiayaan yang semula bersumber dari perbankan, mulai beralih ke pasar modal. Adanya peningkatan kapitalisasi pasar modal mencerminkan bertambah aktifnya sejumlah perusahaan dalam mencari alternatif sumber dana ditengah masih belum pulihnya fungsi intermediasi perbankan dan kecenderungan meningkatnya suku bunga di pasar uang.



Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan-Bank Indonesia, Bursa Efek Indonesia, diolah.

Grafik 4.4.
Perkembangan Kapitalisasi, IHSG dan Transaksi di Pasar Modal

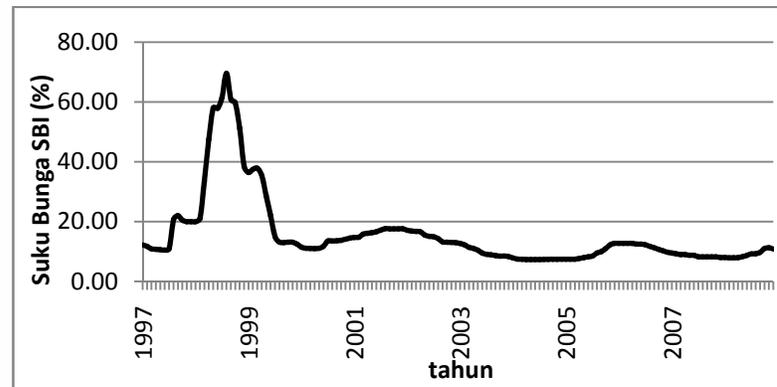
Pada periode selanjutnya, kapitalisasi pasar modal terus menunjukkan peningkatan dengan tren yang searah dengan peningkatan penyaluran kredit oleh perbankan. Sedangkan terkait dengan tingkat suku bunga SBI, kapitalisasi pasar modal tidak terpengaruh oleh fluktuasi tingkat suku bunga tersebut.

Pada tahun 2008, Bursa Efek Indonesia (BEI) menempati peringkat kelima se-Asia Pasifik sebagai bursa dengan kinerja terendah setelah Vietnam, Shanghai, Shenzhen dan Mumbai. Penurunan kinerja IHSG yang tidak dapat dihindari akibat gejolak eksternal, baik di pasar keuangan maupun komoditas, mengikuti penurunan yang terjadi pada indeks global meskipun kondisi domestik masih relatif terjaga. Gejolak eksternal bermula dari pecahnya *bubble* pasar keuangan global yang memicu terjadinya proses *deleveraging* dan berdampak pada perlambatan ekonomi global. Dampak lanjutan dari situasi tersebut adalah penurunan laba dan bahkan kebangkrutan institusi keuangan secara global. Terimbas kondisi tersebut, investor asing mulai mengurangi portofolio dananya di *emerging market*, mengakibatkan indeks di *emerging market* terkoreksi, termasuk IHSG Indonesia. Selain itu, penurunan harga komoditas tambang dan pertanian di pasar dunia secara signifikan juga dapat menjadi faktor penyebab penurunan IHSG.

4.1.4. Perkembangan Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia

Sebagai bentuk antisipasi terhadap dampak krisis moneter yang melanda Asia tahun 1997, Bank Indonesia melakukan pengetatan kebijakan moneter yang berupa peningkatan tingkat suku bunga acuan, yang senantiasa diikuti dengan kenaikan tingkat suku bunga SBI maupun perbankan. Kenaikan tingkat suku bunga SBI mencapai puncaknya pada pertengahan tahun 1998, yakni sebesar 69,57%, menggambarkan tingginya ekspektasi pasar terhadap risiko yang terkandung dalam perekonomian Indonesia pada periode tersebut.

Seiring dengan pulihnya stabilitas moneter, tingkat suku bunga pada tahun 1999 bergerak turun dengan signifikan, hingga mencapai 12,51% pada akhir tahun. Bank Indonesia tetap konsisten dengan kebijakan moneternya, sehingga secara keseluruhan berbagai besaran moneter yang tercakup dalam program moneter berhasil dikendalikan sesuai target. Penurunan tingkat suku bunga SBI tersebut hanya diikuti oleh penurunan tingkat suku bunga deposito, namun tidak diikuti oleh penurunan tingkat suku bunga kredit. Hal ini mengindikasikan adanya upaya perbankan untuk mempertahankan *spread* antara tingkat suku bunga kredit dengan simpanan, dan mencerminkan adanya kelebihan likuiditas (*excess liquidity*) pada kelompok bank tertentu.



Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan-Bank Indonesia

Grafik 4.5.
Perkembangan Suku Bunga SBI

Sesuai dengan Undang-undang No.23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia sebagaimana telah diubah terakhir dengan Undang-undang No.6 tahun 2009, kebijakan moneter pada tahun 2000 semakin difokuskan pada pengendalian laju inflasi. Bank Indonesia memberikan sinyal kepada pasar akan perlunya mengurangi tekanan laju inflasi dan melemahnya nilai tukar Rupiah dengan tetap memperhatikan agar tingkat suku bunga tidak mengalami fluktuasi secara drastis dan berlebihan. Strategi ini tercermin dari tingkat suku bunga yang relatif stabil. Pada tahun 2001, peningkatan tingkat suku bunga dilakukan untuk memperbaiki kondisi perbankan yang masih memerlukan likuiditas. Peningkatan tersebut direspon dengan meningkatnya dana yang diserap perbankan. Namun demikian, peningkatan dana tersebut tidak diikuti dengan peningkatan penyaluran kredit sehingga terjadi kelebihan likuiditas akibat perbankan tidak mampu menjalankan fungsinya sebagai lembaga intermediasi.

Perkembangan perekonomian pada tahun-tahun selanjutnya menunjukkan perkembangan positif. Posisi uang primer dan inflasi yang terkendali, serta suku bunga dan nilai tukar yang relatif stabil merupakan beberapa indikator ekonomi yang menunjukkan perbaikan kondisi fundamental di negeri ini. Secara umum, kestabilan makroekonomi sampai akhir tahun 2004 masih tetap terjaga meskipun tekanan terhadap nilai tukar dan inflasi cenderung meningkat. Kondisi terus melemahnya nilai tukar Rupiah dan meningkatnya tekanan inflasi mulai mendorong peningkatan tingkat suku bunga instrumen moneter pada pertengahan tahun 2005. Bank Indonesia mulai meningkatkan tingkat suku bunga acuan untuk memperkuat arah kebijakan

moneter yang cenderung ketat dengan mempertimbangkan perkembangan terkini dan prospek ekonomi moneter kedepan serta memperhatikan upaya pencapaian sasaran inflasi jangka menengah. Keputusan meningkatkan tingkat suku bunga acuan tersebut didasarkan kepada beberapa faktor, yakni: Pertama, dampak kelanjutan kenaikan harga BBM yang masih dirasakan hingga akhir tahun 2005. Kedua, memberikan sinyal yang kuat terhadap komitmen Bank Indonesia dalam mengendalikan tingginya tekanan inflasi. Dan ketiga, mencegah terjadinya ekspektasi inflasi yang meningkat sehingga secara konsisten mengarahkan ekspektasi inflasi agar sesuai dengan pencapaian sasaran inflasi jangka menengah.

Pada tahun 2006, tren suku bunga relatif stabil bahkan cenderung mengalami penurunan mengingat kondisi perekonomian menunjukkan masih berlanjutnya kestabilan makroekonomi dan prospek tercapainya sasaran inflasi tahun 2006/2007.

Strategi kebijakan moneter melalui tingkat suku bunga acuan tahun 2008 diarahkan pada upaya pencapaian target inflasi dalam jangka menengah yang ditetapkan pemerintah yang ditempuh secara terukur dan hati-hati dengan mempertimbangkan proyeksi inflasi, dinamika perekonomian terkini, dan tentunya, stabilitas sistem keuangan. Dalam implementasinya, *stance* kebijakan moneter selama tahun 2008 secara umum dapat dibagi menjadi 3 (tiga) periode, yaitu periode tetap (Januari-April), periode kenaikan (Mei-Oktober) dan periode penurunan (November-Desember). Perbedaan *stance* kebijakan dalam masing-masing periode mencerminkan adanya perubahan risiko tekanan inflasi kedepan, perkembangan ekonomi domestik serta stabilitas sistem keuangan, yang terkait dengan semakin dalamnya krisis ekonomi global serta perkembangan permintaan domestik.

4.2. Deskripsi Hasil Penelitian

Untuk mengetahui hubungan dan respon antara penyaluran kredit oleh perbankan dan kapitalisasi pasar modal sebagai sumber pembiayaan perekonomian, serta tingkat suku bunga SBI sebagai variabel kontrol yang mewakili instrumen kebijakan moneter melalui jalur suku bunga, dalam perkembangan pertumbuhan ekonomi sebagai indikator utama ekonomi makro di Indonesia, perlu dilakukan beberapa tahapan pengujian terlebih dahulu.

Tahap yang dilakukan adalah melakukan uji prasyarat dengan uji stasioneritas *Augmented Dicky Fuller*, penentuan panjang *lag* optimal, uji kausalitas *Granger*, uji kointegrasi *Johansen*, uji estimasi VECM, serta melakukan *Innovation Accounting* dalam bentuk *Impulse Response*, dan *Variance Decomposition*.

4.2.1. Hasil Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas merupakan tahap penting dalam menganalisa data *time series* untuk melihat ada tidaknya *unit roots* yang terkandung dalam variabel sehingga hubungan variabel dalam persamaan menjadi valid. Suatu penelitian yang dapat diestimasi dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS) didasarkan pada suatu asumsi bahwa data stasioner pada level, artinya data tersebut konstan dan *independent* sepanjang waktu (Gujarati, 2003). Namun kenyataannya, sebagian data *time series* merupakan data non-stasioner. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan metode estimasi OLS dengan data non-stasioner dapat berakibat kegagalan estimasi dalam menunjukkan nilai-nilai yang sebenarnya (*spurious regression*) sekalipun jumlah sampel telah diperbesar. Oleh karena itu, sebelum melakukan analisa lebih lanjut, perlu dilakukan uji stasioner terhadap semua data *time series* variabel yang akan digunakan melalui *unit root test*.

Metode yang digunakan untuk melakukan *unit root test* dalam penelitian ini adalah *Augmented Dicky Fuller Test* (*ADF test*). Untuk menentukan bahwa suatu series mempunyai *unit root* atau tidak, perlu dilakukan perbandingan antara nilai t-statistik ADF dengan ADF tabel. Apabila nilai absolut t-statistik pada *ADF test* lebih kecil dari pada nilai kritis ADF pada tabel dengan tingkat signifikansi tertentu, maka data *time series* tersebut tidak stasioner.

Berdasarkan hasil uji *unit root* pada level sebagaimana terlihat pada tabel 4.5 di halaman berikut, ditemukan bahwa keempat variabel memiliki *unit root*, yang berarti bahwa data asli penelitian tidak stasioner. Dengan hipotesa awal (H_0) adalah tidak stasioner, maka hasil pengujian *unit root* pada level menunjukkan bahwa nilai absolut statistik ADF yang diperoleh untuk semua variabel lebih kecil dari nilai kritis MacKinnon. Dengan demikian, H_0 diterima, yang berarti semua variabel penelitian belum stasioner pada level.

Tabel 4.5.
Hasil Uji *Unit Root* dengan Metode *ADF-test*

Variabel	ADF-test	Critical Values (1%)	Order Integrasi
LOG(PDB) D(LOG(PDB))	-2,346722 -11,37677	-4,022135	level I(1)
LOG(KREDIT) D(LOG(KREDIT))	-1,295207 -9,512583	-4,021254	level I(1)
LOG(KAPSHM) D(LOG(KAPSHM))	-2,720876 -8,888036	-4,021254	level I(1)
SBI D(SBI)	-3,300242 -6,708050	-4,021254	level I(1)

Sumber: Hasil Olah E-views pada Lampiran 2.1 dan 2.2.

Pengujian unit root pada tingkat *first difference* menunjukkan bahwa semua data sudah stasioner, terlihat dari nilai absolut statistik ADF yang lebih besar dari nilai kritis MacKinnon pada tingkat signifikansi 1%. Hal ini berarti bahwa seluruh variabel yang akan diestimasi pada penelitian ini telah stasioner pada tingkat *first difference* atau terintegrasi pada derajat yang sama yakni derajat integrasi satu I(1).

4.2.2. Hasil Penentuan Panjang *Lag* Optimal

Sebelum membentuk model VAR, perlu dilakukan penentuan panjang *lag* optimum. Mengingat variabel eksogen yang digunakan tidak lain adalah *lag* optimal dari variabel endogen dan juga variabel eksogennya maka penentuan panjang *lag* yang optimal menjadi salah satu prosedur penting yang harus dilakukan dalam pembentukan model.

Berdasarkan *Schwarz Information Criterion* (SC), panjang *lag* optimal yang diperoleh dari hasil olah E-views adalah 4. Penentuan panjang *lag* optimal pada $lag=4$ dilakukan setelah melakukan beberapa kali simulasi, sehingga diperoleh model yang paling “baik”. Hasil penentuan panjang *lag* dapat dilihat pada tabel 4.6 di halaman berikut.

Tabel 4.6.
Hasil Penentuan Panjang *Lag* Optimal berdasarkan SC

Lag	LogL	LR	SC
0	-764.5814	NA	10.90835
1	54.10961	1579.728	-0.064103
2	125.6262	133.9677	-0.512976
3	163.8075	69.37179	-0.492339
4	220.9582	100.6174	-0.738875*

Sumber: Hasil Olah E-views pada Lampiran 2.3.

4.2.3. Hasil Uji Kausalitas

Pengujian dengan *Granger's Causality* hanya bertujuan untuk menguji hubungan antar variabel dan bukan untuk melakukan estimasi terhadap model. Sesuai dengan salah satu pertanyaan yang mengemuka dalam penelitian ini, yakni mengetahui hubungan kausalitas antara perkembangan sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi di Indonesia, apakah perkembangan sektor keuangan mengikuti pertumbuhan ekonomi sehingga pertumbuhan ekonomi menyebabkan kenaikan permintaan terhadap produk-produk keuangan yang pada akhirnya akan menghasilkan kenaikan aktivitas pasar keuangan dan kredit (*demand following*), atau sektor keuangan merupakan determinan perkembangan ekonomi yang menunjukkan kausalitas berasal dari perkembangan sektor keuangan ke arah pertumbuhan riil (*supply leading*), maka pola hubungan yang dianalisa dibatasi pada pola hubungan antara perkembangan sistem keuangan, dalam hal ini diwakili oleh variabel sektor perbankan (KREDIT) dan variabel pasar modal (KAPSHM), serta variabel tingkat suku bunga (SBI) terhadap pertumbuhan ekonomi (PDB). Hasil uji kausalitas dengan menggunakan metode *Granger's Causality* dapat dilihat pada tabel 4.7 di halaman berikut.

Tabel 4.7.
Hasil Uji Kausalitas Granger

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability	Keterangan
LOG(KREDIT) does not Granger Cause LOG(PDB)	146	2.25359	0.06648	H ₀ ditolak
LOG(PDB) does not Granger Cause LOG(KREDIT)		2.51775	0.04415	H ₀ ditolak
LOG(KAPSHM) does not Granger Cause LOG(PDB)	146	0.98297	0.41907	H ₀ diterima
LOG(PDB) does not Granger Cause LOG(KAPSHM)		2.34268	0.05794	H ₀ ditolak
SBI does not Granger Cause LOG(PDB)	146	2.53699	0.04284	H ₀ ditolak
LOG(PDB) does not Granger Cause SBI		10.2504	2.7E-07	H ₀ ditolak

Sumber: Hasil Olah E-views pada Lampiran 2.4.

Hasil uji kausalitas Granger menginformasikan adanya hubungan kausalitas dua arah (*bi-directional causality*) antara variabel sektor perbankan, yakni perkembangan penyaluran kredit oleh perbankan yang diwakili oleh LOG(KREDIT) dengan variabel pertumbuhan ekonomi yang diwakili oleh LOG(PDB). Hal ini menunjukkan bahwa perubahan volume penyaluran kredit di masa lalu mempunyai pengaruh terhadap perubahan output riil dimasa sekarang, dan sebaliknya, perubahan output riil di masa lalu juga mempunyai pengaruh terhadap perubahan volume penyaluran kredit dimasa sekarang.

Disamping itu, hasil uji kausalitas Granger menginformasikan bahwa hanya terdapat hubungan satu arah (*oneway causality*) antara variabel sektor pasar modal, yang diwakili oleh LOG(KAPSHM) dengan variabel pertumbuhan ekonomi, namun tidak sebaliknya. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan nilai kapitalisasi pasar modal dimasa lalu tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan output riil dimasa sekarang, namun perubahan output riil dimasa lalu mempunyai pengaruh terhadap perubahan nilai kapitalisasi pasar modal di masa sekarang.

Sedangkan dari sisi tingkat suku bunga, hasil uji kausalitas Granger menginformasikan bahwa terdapat *bi-directional causality* antara variabel kontrol, yang diwakili oleh tingkat suku bunga SBI, dengan variabel pertumbuhan ekonomi. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan tingkat suku bunga dimasa lalu mempunyai pengaruh terhadap perubahan output riil dimasa sekarang, dan sebaliknya, perubahan output riil di masa lalu juga mempunyai pengaruh terhadap perubahan tingkat suku bunga dimasa sekarang.

Hasil uji Granger's Causality tersebut secara sederhana dapat digambarkan pada diagram berikut.

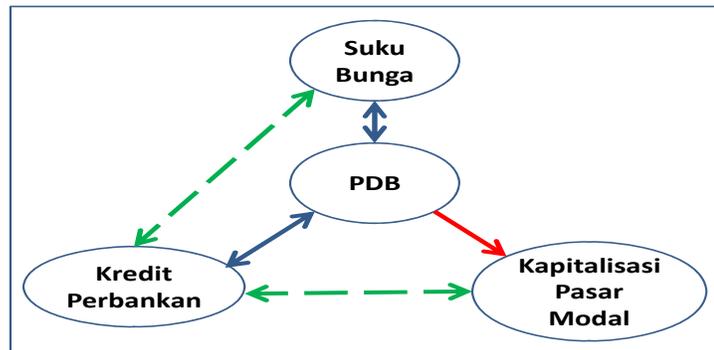


Diagram 4.1.
Hasil Uji Kausalitas Granger

4.2.4. Hasil Uji Kointegrasi

Mengingat keberadaan data asli variabel yang digunakan dalam penelitian ini tidak stasioner, maka hal tersebut dapat meningkatkan kemungkinan adanya hubungan kointegrasi antar variabel. Untuk itu, sebelum menentukan metode yang tepat dalam membentuk model VAR, perlu dilakukan uji kointegrasi.

Pada penelitian ini, uji kointegrasi untuk mengetahui jumlah persamaan kointegrasi dilakukan melalui *Johansen Cointegration Test* dengan *lag* optimal = 4 sesuai penentuan berdasarkan SC yang telah dilakukan sebelumnya. Jika nilai *trace statistic* lebih besar dari nilai kritis, maka persamaan tersebut terkointegrasi. Hasil uji kointegrasi pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.8 di halaman berikut.

Tabel 4.8.
Hasil Uji Kointegrasi Johansen

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.272614	80.96143	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.158684	34.80818	29.79707	0.0122
At most 2	0.063607	9.753958	15.49471	0.3001
At most 3	0.001548	0.224610	3.841466	0.6355

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Sumber: Hasil Olah E-views pada Lampiran 2.5.

Hasil uji *Johansen Cointegration* menunjukkan adanya 2 (dua) persamaan kointegrasi, yakni pada saat dimana nilai *trace statistic* lebih besar dari nilai kritisnya. Dengan demikian, model yang tepat untuk digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Error Correction Model* (VECM).

4.2.5. Model Empiris VECM

Estimasi VECM pada penelitian ini dapat menjelaskan pengaruh jangka panjang dan jangka pendek antara perkembangan pertumbuhan ekonomi sebagai variabel independen, dan penyaluran kredit oleh perbankan, kapitalisasi pasar modal, serta perkembangan tingkat suku bunga sebagai variabel-variabel dependen. Uji-t dilakukan pada *level of significant* (α) 5% dan 10% dengan nilai tabel masing-masing sebesar 2,010 dan 1,677.

Hasil estimasi VECM terhadap persamaan pertumbuhan ekonomi dengan *lag* = 4, dapat dilihat pada tabel 4.9 di halaman berikut.

Tabel 4.9.
Hasil Estimasi VECM

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Keterangan
Jangka Panjang			
D(LOG(PDB(-1)))	1.000000		
D(LOG(KREDIT(-1)))	-1.265187	-2.07886	Signifikan
D(LOG(KAPSHM(-1)))	1.025293	4.08524	Signifikan
D(SBI(-1))	0.060053	6.87541	Signifikan
C	-0.006026		
Jangka Pendek			
D(LOG(PDB(-1)))	0.027305	0.0209	Tidak Signifikan
D(LOG(PDB(-2)))	0.228462	2.08849	Signifikan
D(LOG(PDB(-3)))	-0.403430	-3.91843	Signifikan
D(LOG(PDB(-4)))	-0.094558	-1.01402	Tidak Signifikan
D(LOG(KREDIT(-1)))	-0.151863	-0.53019	Tidak Signifikan
D(LOG(KREDIT(-2)))	-0.520813	-1.70706	Signifikan
D(LOG(KREDIT(-3)))	0.486608	1.61274	Tidak Signifikan
D(LOG(KREDIT(-4)))	0.631968	2.32962	Signifikan
D(LOG(KAPSHM(-1)))	0.254171	1.74649	Signifikan
D(LOG(KAPSHM(-2)))	0.224781	1.58729	Tidak Signifikan
D(LOG(KAPSHM(-3)))	0.325973	2.58548	Signifikan
D(LOG(KAPSHM(-4)))	0.260502	2.26765	Signifikan
D(SBI(-1))	0.009434	1.19219	Tidak Signifikan
D(SBI(-2))	0.013062	1.77005	Signifikan
D(SBI(-3))	0.022472	3.71647	Signifikan
D(SBI(-4))	0.029225	4.91760	Signifikan
C	-0.000600	-0.04704	
CointEq1	-0.432899	-3.36741	

Sumber: Hasil Olah E-views pada Lampiran 2.6.

Hasil estimasi VECM pada tabel 4.5 di atas menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, secara statistik variabel penyaluran kredit, kapitalisasi pasar modal dan perkembangan tingkat suku bunga berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Sedangkan dalam jangka pendek, variabel pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi pada *lag* kedua dan ketiga.

Untuk sektor perbankan, hanya variabel perkembangan penyaluran kredit pada *lag* kedua dan keempat yang berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi secara statistik. Sementara itu untuk sektor pasar modal, kapitalisasi pasar modal mempengaruhi perkembangan pertumbuhan ekonomi secara statistik pada *lag* pertama, ketiga dan keempat. Adapun untuk variabel kontrol, dalam hal ini diwakili

oleh tingkat suku bunga SBI, perkembangan tingkat suku bunga berpengaruh secara statistik terhadap pertumbuhan ekonomi pada *lag* kedua hingga keempat.

4.2.6. Analisis *Innovation Accounting*

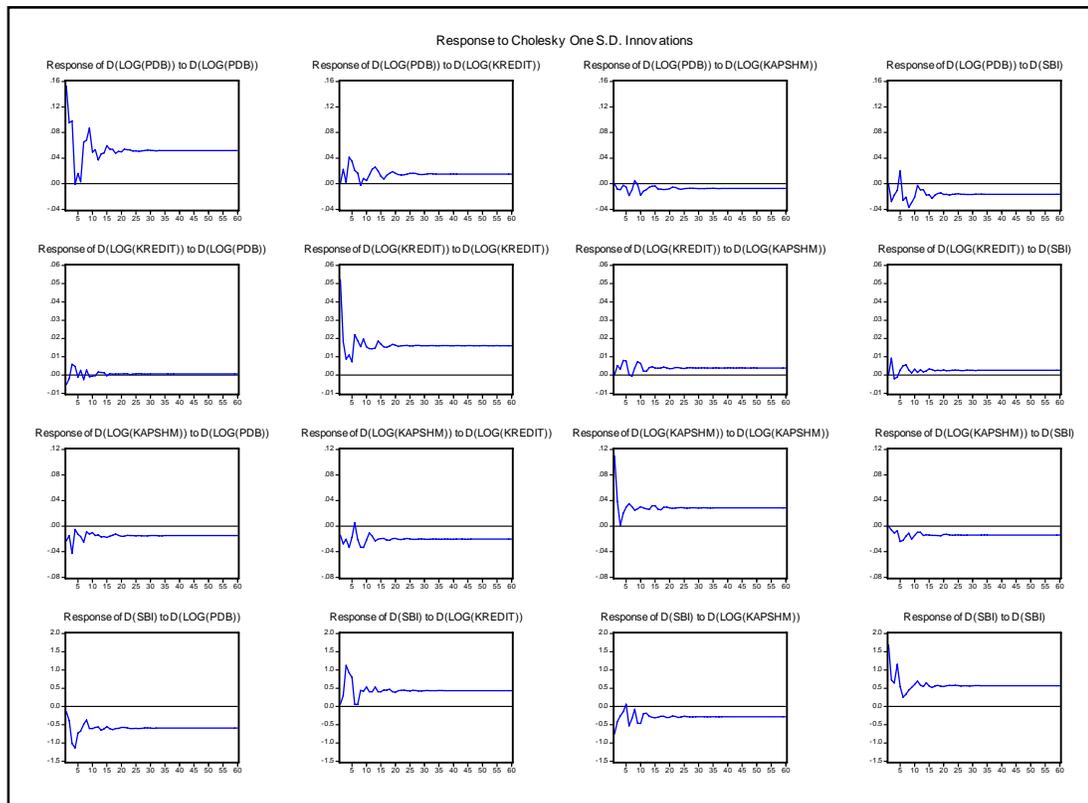
Secara umum, *innovation accounting* perlu dilakukan sebagai upaya untuk menguraikan bagaimana dan seberapa besar pengaruh *shock* atau *impulse* atau *innovation* atau *disturbance* terhadap variabel-variabel yang dibentuk dalam persamaan, mengingat salah satu kelemahan dalam sistem VAR adalah sulitnya menginterpretasikan koefisien yang merupakan hasil estimasi.

Oleh karena itu, untuk mencapai salah satu tujuan dalam penelitian ini, yakni mengetahui peranan sistem keuangan dalam mendorong (*boost*) pertumbuhan ekonomi di Indonesia, alat analisis yang digunakan adalah *innovation accounting*, yang terdiri dari *Impulse Response Function* dan *Variance Decomposition*. Hal ini lazim digunakan oleh para peneliti sebelumnya dalam melakukan analisis melalui *Impulse Response Function* dan *Variance Decomposition* (Gujarati, 2003).

4.2.6.1. *Impulse Response Function* (IRF)

Analisis IRF digunakan untuk melihat pengaruh kontemporer dari standar deviasi suatu inovasi terhadap nilai-nilai variabel endogen pada saat sekarang dan yang akan datang. Suatu *shock* pada variabel endogen akan mempengaruhi variabel itu sendiri dan menjalar ke variabel-variabel endogen lainnya melalui struktur dinamis dalam model VAR. IRF memberikan informasi mengenai arah hubungan besarnya pengaruh antar variabel endogen.

Mengacu pada salah satu tujuan dalam penelitian ini, yakni mengetahui peranan sistem keuangan dalam mendorong (*boost*) pertumbuhan ekonomi di Indonesia, serta hasil uji kausalitas *Granger*, maka dalam analisa ini akan membahas *impulse response* antara variabel sistem keuangan dan tingkat suku bunga yang memiliki hubungan kausalitas dengan variabel pertumbuhan ekonomi. Hasil estimasi IRF untuk periode 60 (enam puluh) bulan atau 5 (lima) tahun kedepan dengan menggunakan E-views dapat dilihat pada Grafik 4.6 di halaman berikut.



Sumber: Hasil Olah E-views pada Lampiran 2.7.a.

Grafik 4.6.

Hasil Analisis *Impulse Response Function* Model VECM

Hasil analisa IRF pada grafik di atas menunjukkan bahwa respon yang diberikan oleh variabel pertumbuhan ekonomi akibat adanya *shock* pada variabel perbankan adalah positif sejak periode pertama hingga periode terakhir, pernah menjadi negatif pada periode kedelapan dan berfluktuasi hingga periode tahun ketiga sembilan kedepan serta konvergen menjelang periode tahun keempat.

Secara khusus dapat dijelaskan bahwa perubahan di sektor perbankan, yang diwakili oleh variabel volume penyaluran kredit akan menimbulkan respon yang lebih bersifat positif, diindikasikan oleh angka-angka koefisien IRF D(LOG(PDB)) terhadap perubahan D(LOG(KREDIT)) yang bernilai positif dari awal hingga akhir periode. Dengan demikian, peningkatan volume penyaluran kredit oleh perbankan mengalami penurunan pada periode kedelapan dan kembali mengalami peningkatan hingga periode tahun ketiga serta tidak lagi berpengaruh saat menjelang periode keempat. Dari sisi dinamikanya, respon positif pertumbuhan ekonomi yang relatif dinamis terjadi dengan tingkat ekspansi pertumbuhan ekonomi antara 0,2% sampai

dengan 4.1%. Sementara itu, meskipun lebih berpengaruh positif terhadap output riil, perubahan volume penyaluran kredit pernah berimplikasi negatif terhadap aktivitas sektor riil yang menimbulkan kontraksi output pada tahun pertama, yaitu pada periode kedelapan, dengan tingkat kontraksi sebesar 0,3%.

Sebaliknya, respon yang diberikan oleh variabel perbankan akibat adanya *shock* pada variabel pertumbuhan ekonomi berfluktuasi pada periode tahun pertama dan konvergen ketika memasuki setelah tahun kedua. Respon negatif diberikan pada periode pertama, kedua, kelima, ketujuh, kesembilan, kesepuluh dan kesebelas. Dalam hal ini dapat dijelaskan pula bahwa perubahan output riil akan menimbulkan respon yang bersifat positif, diindikasikan oleh angka-angka koefisien IRF $D(\text{LOG}(\text{KREDIT}))$ terhadap perubahan $D(\text{LOG}(\text{PDB}))$ yang lebih bernilai positif dari awal hingga akhir periode.

Dapat dijelaskan bahwa peningkatan yang terjadi pada pertumbuhan ekonomi akan direspon dinamis oleh sektor perbankan, khususnya penyaluran kredit pada periode tahun pertama dengan tingkat ekspansi sampai dengan 0,6%. Dengan demikian, pada periode yang sama peningkatan yang dialami oleh pertumbuhan ekonomi juga akan mengakibatkan peningkatan pada penyaluran kredit oleh perbankan terutama pada periode ketiga, keempat, keenam, kedelapan dan kedua belas. Sedangkan sejak periode tahun kedua, pertumbuhan ekonomi sudah tidak lagi berpengaruh terhadap perkembangan penyaluran kredit oleh perbankan. Sementara itu, meskipun lebih berpengaruh positif terhadap penyaluran kredit, perubahan output riil selama periode penelitian pernah berimplikasi negatif terhadap penyaluran kredit perbankan dengan tingkat kontraksi sampai dengan 0,5%.

Adapun hasil analisa IRF secara kuantitatif untuk periode 60 (enam puluh) bulan atau 5 (lima) tahun kedepan dapat dilihat pada tabel 4.10 pada halaman berikut.

Tabel 4.10
 Hasil Analisis *Impulse Response Function* secara Kuantitatif

Periode	D(LOG(PDB)) to D(LOG (KREDIT))	D(LOG (KREDIT)) to D(LOG(PDB))	D(LOG (KAPSHM)) to D(LOG(PDB))	D(LOG (PDB)) to D(LOG(SBI))	D(LOG(SBI)) to D(LOG (PDB))
1	0.000	-0.005	-0.023	0.000	-0.142
2	0.022	-0.002	-0.015	-0.028	-0.386
3	0.002	0.006	-0.043	-0.018	-1.018
4	0.041	0.005	-0.005	-0.010	-1.133
5	0.035	-0.001	-0.013	0.020	-0.728
6	0.021	0.003	-0.016	-0.026	-0.676
7	0.017	-0.003	-0.025	-0.021	-0.485
8	-0.003	0.003	-0.009	-0.037	-0.369
9	0.008	-0.001	-0.013	-0.030	-0.601
10	0.005	-0.001	-0.010	-0.021	-0.601
11	0.014	0.000	-0.015	-0.003	-0.574
12	0.023	0.002	-0.014	-0.010	-0.562
13	0.026	0.001	-0.017	-0.009	-0.649
14	0.020	0.001	-0.016	-0.018	-0.612
15	0.012	0.000	-0.018	-0.018	-0.553
16	0.007	0.001	-0.016	-0.023	-0.608
17	0.013	0.000	-0.014	-0.018	-0.635
18	0.016	0.001	-0.012	-0.015	-0.602
19	0.019	0.000	-0.015	-0.015	-0.597
20	0.016	0.001	-0.016	-0.017	-0.573
21	0.014	0.001	-0.016	-0.016	-0.571
22	0.014	0.001	-0.015	-0.018	-0.586
23	0.014	0.000	-0.015	-0.016	-0.602
24	0.015	0.001	-0.015	-0.016	-0.602
25	0.016	0.001	-0.015	-0.016	-0.596
26	0.016	0.001	-0.015	-0.016	-0.601
27	0.016	0.001	-0.015	-0.017	-0.600
28	0.015	0.000	-0.015	-0.017	-0.587
29	0.014	0.000	-0.015	-0.017	-0.589
30	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.595
31	0.015	0.001	-0.015	-0.016	-0.596
32	0.016	0.001	-0.015	-0.016	-0.595
33	0.015	0.001	-0.015	-0.016	-0.594
34	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.593
35	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
36	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.595
37	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.595
38	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
39	0.015	0.001	-0.015	-0.016	-0.594

Periode	D(LOG(PDB)) to D(LOG (KREDIT))	D(LOG (KREDIT)) to D(LOG(PDB))	D(LOG (KAPSHM)) to D(LOG(PDB))	D(LOG (PDB)) to DSBI	D(SBI) to D(LOG (PDB))
40	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.595
41	0.015	0.001	-0.015	-0.016	-0.594
42	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.593
43	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
44	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.595
45	0.015	0.001	-0.015	-0.016	-0.595
46	0.015	0.001	-0.015	-0.016	-0.594
47	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
48	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
49	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
50	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
51	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
52	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
53	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
54	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
55	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
56	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
57	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
58	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
59	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594
60	0.015	0.001	-0.015	-0.017	-0.594

Sumber: Hasil Olah E-views pada Lampiran 2.7.b.

Respon yang diberikan oleh variabel pasar modal akibat adanya *shock* pada variabel pertumbuhan ekonomi adalah negatif dari awal hingga akhir periode dan konvergen ketika menjelang periode tahun kedua. Fenomena ini dapat diartikan bahwa dalam periode 60 (enam puluh) bulan kedepan, perkembangan pertumbuhan ekonomi belum mampu mendorong perkembangan pasar modal, khususnya dalam membentuk kapitalisasi pasar.

Fenomena ini juga menunjukkan bahwa perkembangan pertumbuhan ekonomi, kendatipun berpengaruh terhadap kapitalisasi pasar namun bukan merupakan determinan utama dari perkembangan pembentukan kapitalisasi saham dan obligasi di pasar modal Indonesia. Hal tersebut didukung oleh peranan pasar modal yang baru mulai meningkat pada periode pasca krisis tahun 1997/1998, seiring dengan menurunnya kinerja sektor perbankan, yang sebelumnya mendominasi sistem keuangan Indonesia hingga tahun 1997/1998.

Dapat dijelaskan bahwa perkembangan output riil, yang diwakili oleh variabel PDB menimbulkan respon bersifat negatif yang diindikasikan oleh angka-angka koefisien IRF $D(\text{LOG}(\text{KAPSHM}))$ terhadap perubahan $D(\text{LOG}(\text{PDB}))$ yang bernilai negatif dari awal hingga akhir periode. Hal tersebut menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi dapat menurunkan aktivitas di pasar modal, khususnya pada periode tahun pertama dan kedua, serta sudah tidak berpengaruh lagi ketika memasuki periode tahun ketiga. Sedangkan dari sisi dinamikanya, respon negatif pasar modal yang diwakili oleh variabel kapitalisasi pasar saham dan obligasi relatif dinamis dengan tingkat kontraksi antara 0.12% sampai dengan 0.23%.

Dari sisi perubahan tingkat suku bunga, respon yang diberikan oleh variabel pertumbuhan ekonomi akibat adanya *shock* pada variabel tingkat suku bunga adalah negatif sejak awal hingga akhir periode, berfluktuasi hingga periode tahun kedua, dan konvergen ketika memasuki periode tahun ketiga. Perubahan tingkat suku bunga, yang diwakili oleh variabel suku bunga SBI, lebih menimbulkan respon bersifat negatif diindikasikan oleh angka-angka koefisien IRF $D(\text{LOG}(\text{PDB}))$ terhadap perubahan $D(\text{SBI})$ yang bernilai negatif dari awal hingga akhir periode. Dengan demikian, peningkatan yang terjadi pada tingkat suku bunga SBI tenor 1 (satu) bulan mengakibatkan penurunan pertumbuhan ekonomi yang berfluktuatif dari awal hingga periode tahun ketiga, dan tidak berpengaruh lagi terhadap pertumbuhan ekonomi sejak periode tahun keempat. Adapun respon negatif pertumbuhan ekonomi yang relatif dinamis terjadi dengan tingkat kontraksi antara 0,3% sampai dengan 3,0%.

Sebaliknya, respon yang diberikan oleh variabel tingkat suku bunga akibat adanya *shock* pada variabel pertumbuhan ekonomi juga negatif sejak awal hingga akhir periode, berfluktuasi dari awal hingga periode tahun kedua, serta konvergen sejak periode tahun ketiga. Perubahan output riil, yang diwakili oleh variabel PDB, akan menimbulkan respon yang bersifat negatif diindikasikan oleh angka-angka koefisien IRF $D(\text{SBI})$ terhadap perubahan $D(\text{LOG}(\text{PDB}))$ yang bernilai negatif dari awal hingga akhir periode.

Fenomena tersebut menggambarkan bahwa peningkatan pada variabel pertumbuhan ekonomi selanjutnya akan mengakibatkan penurunan tingkat suku bunga secara fluktuatif dari awal hingga periode tahun kedua, dan sudah tidak

berpengaruh terhadap perkembangan tingkat suku bunga sejak periode tahun ketiga. Sedangkan dari sisi dinamikanya, respon negatif perubahan tingkat suku bunga yang relatif dinamis terjadi dengan tingkat perubahan antara negatif 1,42% sampai dengan negatif 113,3%.

4.2.6.2. *Variance Decomposition (VD)*

Melakukan analisis dengan menggunakan VD bertujuan untuk memprediksi kontribusi presentase peran dari setiap variabel karena adanya perubahan variabel tertentu dalam model VAR, meskipun secara umum diketahui bahwa *shock* terbesar yang mempengaruhi keragaman dari masing-masing variabel adalah *shock* yang berasal dari dirinya sendiri. Dalam penelitian ini, penggunaan analisis VD bertujuan untuk memperoleh gambaran mengenai pengaruh perkembangan variabel sektor perbankan dan pasar modal, serta variabel tingkat suku bunga terhadap perkembangan pertumbuhan ekonomi.

Hasil output E-views yang menunjukkan pengaruh keempat variabel tersebut, sebagaimana terlihat pada tabel 4.11 pada halaman berikut, menginformasikan bahwa kontribusi terbesar yang mempengaruhi keragaman pada variabel pertumbuhan ekonomi adalah *shock* yang berasal dari pertumbuhan ekonomi itu sendiri. Kontribusi varians variabel pertumbuhan ekonomi ini terus menurun hingga akhir periode namun tetap merupakan yang dominan, dengan kontribusi sebesar 83,27%.

Kontribusi berikutnya yang mempengaruhi keragaman pada variabel pertumbuhan ekonomi adalah perubahan tingkat suku bunga dan perubahan volume penyaluran kredit, dengan kontribusi masing-masing sebesar 8,04% dan 7,06%. Dalam penelitian ini, secara statistik variabel kapitalisasi pasar saham memberikan kontribusi terkecil dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi apabila dibandingkan dengan variabel perkembangan tingkat suku bunga dan perubahan volume penyaluran kredit, yakni hanya sebesar 1,62%.

Tabel 4.11
 Hasil Analisis *Variance Decomposition of D(LOG(PDB))*

Period	D(LOG (PDB))	D(LOG (KREDIT))	D(LOG (KAPSHM))	D(SBI)	Period	D(LOG (PDB))	D(LOG (KREDIT))	D(LOG (KAPSHM))	D(SBI)
1	100.000	0.000	0.000	0.000	31	83.621	7.018	1.573	7.788
2	95.990	1.478	0.209	2.323	32	83.594	7.032	1.577	7.798
3	95.972	1.152	0.362	2.514	33	83.572	7.040	1.580	7.808
4	92.140	4.856	0.360	2.645	34	83.555	7.041	1.581	7.822
5	88.945	7.264	0.405	3.387	35	83.543	7.040	1.582	7.836
6	86.329	7.922	1.088	4.662	36	83.527	7.040	1.584	7.850
7	86.092	7.711	1.153	5.044	37	83.511	7.040	1.587	7.862
8	85.145	6.943	1.069	6.843	38	83.496	7.042	1.590	7.873
9	85.619	6.179	0.938	7.264	39	83.481	7.044	1.592	7.883
10	85.154	5.935	1.344	7.567	40	83.465	7.047	1.593	7.894
11	85.339	5.937	1.464	7.260	41	83.452	7.049	1.595	7.904
12	84.836	6.443	1.538	7.183	42	83.441	7.049	1.597	7.914
13	84.408	7.048	1.517	7.028	43	83.429	7.049	1.599	7.923
14	84.098	7.279	1.480	7.143	44	83.417	7.050	1.600	7.932
15	84.301	7.105	1.427	7.167	45	83.406	7.052	1.602	7.941
16	84.197	6.885	1.447	7.471	46	83.394	7.053	1.603	7.949
17	84.173	6.819	1.472	7.536	47	83.384	7.054	1.605	7.957
18	84.034	6.895	1.517	7.554	48	83.374	7.055	1.606	7.965
19	83.905	7.029	1.544	7.523	49	83.364	7.056	1.608	7.972
20	83.797	7.076	1.558	7.569	50	83.354	7.057	1.609	7.980
21	83.847	7.039	1.534	7.579	51	83.345	7.058	1.610	7.987
22	83.853	6.996	1.519	7.632	52	83.336	7.059	1.612	7.994
23	83.857	6.965	1.529	7.649	53	83.327	7.060	1.613	8.000
24	83.818	6.966	1.553	7.664	54	83.318	7.061	1.614	8.007
25	83.782	6.997	1.561	7.660	55	83.310	7.062	1.615	8.013
26	83.717	7.035	1.563	7.685	56	83.302	7.062	1.616	8.019
27	83.676	7.058	1.561	7.705	57	83.295	7.063	1.617	8.025
28	83.661	7.047	1.561	7.731	58	83.287	7.064	1.618	8.031
29	83.659	7.023	1.564	7.754	59	83.280	7.064	1.619	8.036
30	83.640	7.012	1.569	7.779	60	83.273	7.065	1.620	8.042

Sumber: Hasil Olah E-views pada Lampiran 2.8.

4.2.7. Analisis Ekonomi

Dari hasil uji ekonometri yang telah dilakukan, penulis akan mengkaji lebih dalam dua topik menarik dalam penelitian ini yakni: Pertama, mengetahui hubungan kausalitas antara perkembangan sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Dan kedua, mengetahui pengaruh sistem keuangan dalam mendorong (*boost*) pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Peranan sistem keuangan, dalam hal ini diwakili oleh sektor perbankan dengan variabel penyaluran kredit dan sektor pasar modal dengan variabel kapitalisasi pasar. Sementara variabel perkembangan tingkat suku bunga diwakili oleh tingkat suku bunga SBI sebagai variabel kontrol.

4.2.7.1. Pengaruh Perkembangan Sektor Perbankan terhadap Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi

Fenomena *bi-directional causality* antara variabel perkembangan volume penyaluran kredit oleh perbankan dengan variabel pertumbuhan ekonomi yang dibuktikan dengan hasil uji kausalitas Granger dapat menjelaskan bahwa kebijakan Pemerintah di Indonesia dalam upaya mendorong investasi akan menyebabkan perkembangan sektor perbankan melalui perkembangan volume penyaluran kredit sebagai alternatif pembiayaan. Hal ini selanjutnya mengakibatkan ekspansi pada sektor perbankan guna memfasilitasi investasi yang pada gilirannya akan menghasilkan pertumbuhan output (*supply leading*). Sebaliknya, pertumbuhan aktivitas ekonomi akan memerlukan lebih banyak *capital* untuk melakukan ekspansi usaha yang sebagian besar di-*supply* oleh sektor perbankan melalui penyaluran kredit modal kerja maupun kredit investasi. Disamping itu, meningkatnya aktivitas perekonomian juga akan meningkatkan penyaluran kredit konsumsi, baik untuk perumahan maupun kendaraan (*demand following*). Hasil serupa diperoleh Rousseau dan Xiao (2007) dalam meneliti hubungan perkembangan perbankan dan pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi di China.

Berdasarkan hasil estimasi, variabel perkembangan volume penyaluran kredit memiliki hubungan yang signifikan dengan variabel pertumbuhan ekonomi baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Hal tersebut serupa dengan hasil penelitian Boulila, Ghazi dan Trabelsi (2002) yang melakukan penelitian terhadap pertumbuhan ekonomi di Tunisia.

Sedangkan melalui analisa *Impulse Response*, diketahui bahwa variabel pertumbuhan ekonomi memberikan respon positif terhadap *shock* yang terjadi pada variabel perbankan, dan sebaliknya variabel perbankan memberikan respon positif terhadap *shock* yang terjadi pada variabel pertumbuhan ekonomi. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan perkembangan volume penyaluran kredit berpengaruh terhadap peningkatan pertumbuhan ekonomi, dan sebaliknya perkembangan pertumbuhan ekonomi juga berpengaruh terhadap peningkatan volume penyaluran kredit. Sementara itu melalui analisa *Variance Decomposition*, diketahui bahwa perubahan volume penyaluran kredit oleh perbankan lebih berperan dalam menjelaskan adanya perubahan pertumbuhan ekonomi dibandingkan perubahan kapitalisasi pasar modal.

4.2.7.2. Pengaruh Perkembangan Sektor Pasar Modal terhadap Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi

Secara teori, perbankan dan pasar modal memiliki keterkaitan sebagai bagian dari sistem keuangan dan sebagai lembaga yang mempertemukan (*intermediary*) pihak yang memerlukan dana (*deficit unit*) dengan pihak yang memiliki kelebihan dana untuk ditempatkan (*surplus unit*), sehingga kedua bagian dari sistem keuangan tersebut akan saling melengkapi dalam melakukan pembiayaan perekonomian.

One-way causality antara perkembangan pertumbuhan ekonomi dengan pembiayaan pasar modal yang dibuktikan dengan hasil uji kausalitas Granger menginformasikan bahwa perkembangan pertumbuhan ekonomi dapat mempengaruhi pembiayaan pasar modal, namun tidak sebaliknya. Hal ini menunjukkan bahwa perkembangan *output* yang mengakibatkan perkembangan aktivitas perekonomian pada akhirnya akan memerlukan lebih banyak *capital*. Namun demikian, sampai saat ini sebagian besar kebutuhan *capital* untuk ekspansi usaha masih dipenuhi perbankan.

Berdasarkan hasil estimasi jangka panjang maupun jangka pendek, variabel perkembangan kapitalisasi pasar modal, memiliki hubungan yang signifikan dengan pertumbuhan ekonomi, meskipun dari hasil analisa *Impulse Response* diketahui bahwa variabel pasar modal memberikan respon negatif terhadap *shock* yang terjadi pada variabel pertumbuhan ekonomi. Respon negatif yang diberikan variabel pasar modal menunjukkan bahwa perkembangan pertumbuhan ekonomi, kendatipun

berpengaruh terhadap kapitalisasi pasar, bukan merupakan determinan utama dari perkembangan pembentukan kapitalisasi saham dan obligasi di pasar modal. Perkembangan pertumbuhan ekonomi yang sejalan dengan perkembangan volume penyaluran kredit oleh perbankan menjadi salah satu penyebab respon negatif variabel pasar modal terhadap *shock* yang terjadi pada variabel pertumbuhan ekonomi, mengingat sebagian besar kebutuhan *capital* untuk ekspansi usaha di Indonesia lebih banyak di-*supply* oleh perbankan. Selain itu, adanya hubungan *bi-directional causality* antara sektor perbankan dengan sektor pasar modal serta respon negatif yang diberikan variabel pasar modal terhadap *shock* yang terjadi pada variabel perbankan memperjelas respon negatif variabel pasar modal terhadap *shock* yang terjadi pada variabel pertumbuhan ekonomi.

Di sisi lain, perkembangan kapitalisasi pasar modal juga menunjukkan indikasi bahwa perubahan nilai kapitalisasi pasar, lebih didorong oleh perubahan harga saham dan bukan penerbitan saham baru, sebagaimana terlihat pada tabel 4.12 berikut, sehingga belum menghasilkan dampak positif pada investasi riil dan pertumbuhan ekonomi.

Tabel 4.12.
Emisi Saham dan Obligasi Korporasi
Berdasarkan Pernyataan Efektif

Tahun	Saham		Obligasi		Total Emisi (milyar Rp)	Kapitalisasi Pasar (milyar Rp)	(%)
	Jumlah Emiten	Nilai Emisi (milyar Rp)	Jumlah Emiten	Nilai Emisi (milyar Rp)			
1997	306	70.879,6	70	18.740,5	89.620,1	301.571	29,7
1998	309	75.947,0	70	18.890,5	94.837,5	333.588	28,4
1999	321	206.686,8	76	23.174,4	229.861,2	859.536	26,7
2000	347	226.057,3	91	28.787,4	254.844,7	485.432	52,5
2001	379	231.342,1	94	31.662,4	263.004,5	437.170	60,2
2002	401	241.276,9	100	37.812,4	279.089,3	496.844	56,2
2003	411	251.276,9	136	63.485,5	314.762,4	865.316	36,4
2004	424	257.814,0	152	83.005,35	340.819,3	1.288.594	26,4
2005	432	267.206,7	159	91.190,75	358.397,4	1.488.896	24,1
2006	444	280.958,8	162	102.640,85	383.599,6	2.331.799	16,4
2007	468	328.291,6	175	133.915,85	462.207,4	1.988.326	23,2
2008	485	407.464,8	178	145.915,85	553.380,6	1.076.490	51,4

Sumber: Statistik Mingguan Pengawasan Pasar modal pada *website* Bapepam-LK (www.bapepam.go.id) dan Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia – Bank Indonesia.

Universitas Indonesia

Melalui analisa *Variance Decomposition*, diketahui pula bahwa perubahan volume kapitalisasi pasar modal memberikan kontribusi terkecil dalam menjelaskan adanya perubahan pertumbuhan ekonomi dibandingkan perubahan penyaluran kredit oleh perbankan dan perubahan tingkat suku bunga SBI dengan tenor 1 (satu) bulan. Namun demikian, dari hasil pengujian diketahui pula bahwa perubahan kapitalisasi pasar modal dan volume penyaluran kredit memiliki *bi-directional causality* sehingga terjadinya fenomena pergeseran pembiayaan dari perbankan ke pasar modal, sebagaimana hasil penelitian Copelman (2000) di Mexico, kedepannya menjadi sangat dimungkinkan.

4.2.7.3. Pengaruh Perkembangan Tingkat Suku Bunga terhadap Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi

Interest Rate Channel atau jalur suku bunga menjelaskan bahwa kebijakan moneter dapat mempengaruhi permintaan agregat melalui perubahan suku bunga, dimana pengaruh perubahan suku bunga jangka pendek ditransmisikan pada suku bunga jangka menengah/panjang melalui mekanisme penyeimbangan sisi permintaan dan penawaran di pasar uang (Mishkin, 2007). Perubahan suku bunga tersebut akan mempengaruhi biaya modal yang pada gilirannya akan mempengaruhi investasi dan konsumsi yang merupakan komponen dari permintaan agregat. Pada gilirannya, perubahan suku bunga tersebut akan mempengaruhi volume penyaluran kredit oleh perbankan. Atau dengan kata lain, pada saat volume penyaluran kredit menurun, salah satu upaya otoritas moneter untuk meningkatkannya adalah melalui penurunan suku bunga SBI sehingga pada gilirannya, peningkatan volume penyaluran kredit akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Hasil uji kausalitas Granger menginformasikan adanya *bi-directional causality* antara variabel perkembangan tingkat suku bunga dengan variabel pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Selain itu, berdasarkan hasil estimasi jangka panjang maupun jangka pendek, variabel perkembangan tingkat suku bunga memiliki hubungan yang signifikan dengan variabel pertumbuhan ekonomi. Adapun analisa *Impulse Response* menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan ekonomi memberikan respon negatif terhadap *shock* pada variabel tingkat suku bunga, dan sebaliknya, variabel tingkat suku bunga memberikan respon negatif terhadap *shock* pada variabel pertumbuhan ekonomi. Sementara itu, dari hasil analisa *Variance*

Decomposition, diketahui bahwa perubahan tingkat suku bunga lebih berperan dalam menjelaskan adanya perubahan pertumbuhan ekonomi dibandingkan dengan perubahan volume penyaluran kredit dan kapitalisasi pasar modal.

Hal ini menunjukkan indikasi bahwa di Indonesia, peningkatan suku bunga SBI juga meningkatkan suku bunga di pasar keuangan seperti suku bunga kredit yang nantinya kenaikan suku bunga kredit akan menurunkan investasi dan laju pertumbuhan juga menurun (Umi dan Insukrindo, 2004). Selain itu, institusi keuangan di dalam negeri lebih cenderung untuk melakukan penempatan dana (*placement*) pada SBI dari pada menyalurkan kredit. Kecenderungan tersebut pada akhirnya mengakibatkan tidak berjalannya fungsi intermediasi dari sektor keuangan kepada sektor riil yang tadinya diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

