

Perilaku Tabungan ASEAN 5, Jepang, Cina, Korea, dan Implikasinya
terhadap Ketidakseimbangan Global
*Saving Behavior in ASEAN 5, Japan, Cina, Korea and the Implication
Toward Global Imbalances*

Sugiharso Safuan^{a,*}, Heidy Ruswita Sari^{b,**}

^a*Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*

^b*Bursa Efek Indonesia*

Abstract

The study examines saving behavior in ASEAN 5+3 namely Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand, Philippines, Japan, Cina, and Korea during 1991–2007 and its implication toward global imbalances. By using fixed effect panel data regression, this research shows that government spending, interest rate and inflation, financial development through private domestic credit and stock market capitalization along with the 1997 Asian crisis significantly affect the saving behavior. As a result, a macroeconomic stability through interest rate and inflation, the reinforcement of financial development and crisis anticipation policy are required to support global rebalancing through global saving redistribution.

Keywords: Global Imbalances, Private Saving, Financial Development, Panel Fixed Effect

Abstrak

Studi ini membahas perilaku tabungan negara-negara ASEAN 5+3, yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, Jepang, Cina, dan Korea, dan implikasinya terhadap ketidakseimbangan global. Dengan menggunakan regresi data *panel fixed effect*, kajian ini menunjukkan bahwa indikator fiskal belanja pemerintah, indikator makroekonomi suku bunga dan inflasi, indikator perkembangan berupa finansial kredit domestik swasta dan kapitalisasi pasar saham serta krisis Asia 1997 secara signifikan memengaruhi perilaku tabungan. Implikasinya adalah stabilitas makroekonomi melalui inflasi dan suku bunga serta pengembangan pasar finansial dan kebijakan antisipasi krisis diperlukan untuk mendorong penyeimbangan global kembali melalui redistribusi tabungan dunia.

Kata kunci: Ketidakseimbangan Global, Tabungan, Perkembangan Finansial, *Panel Fixed Effect*

JEL classifications: C3, E2, N20

Pendahuluan

Kekuatan ekonomi baru yang muncul di kawasan Asia semakin terlihat dan mengancam perekonomian negara barat. Hal ini tercermin dari pertumbuhan ekonomi yang tinggi, tingginya tingkat tabungan, serta surplus neraca transaksi berjalan yang sangat besar. Sementara di negara maju pertumbuhan ekonomi tidak lagi tinggi dan tingkat tabungan tidak

*Alamat Korespondensi: Komplek Perumahan Villa Jatiwaringin B, Kav 5–6. Jl. Radar Utara RT. 008 RW. 09. Cipinang Melayu, Jakarta Timur. *E-mail:* sugiharso@ui.ac.id, sugiharso@gmail.com.

**Alamat Korespondensi: Jl. Poncol Jaya V No. 16 RT. 006 RW. 04, Kel. Kuningan Barat, Kec. Mampang Prapatan, Jakarta Selatan 12710. *E-mail:* heidy.ruswita@gmail.com

mengalami peningkatan berarti. Permasalahan ini menunjukkan sebuah kondisi yang dikenal dengan 'Global Imbalances' atau ketidakseimbangan global.

Menurut Nasution (2007), ada lima pandangan mengenai ketidakseimbangan global. *Pertama*, pandangan tentang rendahnya tingkat tabungan di Amerika Serikat (Eichengreen, 2005). *Kedua*, tingginya tingkat tabungan global di luar Amerika Serikat atau yang lebih dikenal dengan istilah 'global saving glut' (Bernanke, 2005). *Ketiga*, pembiayaan defisit *capital account* oleh *capital inflow* di Amerika Serikat dilakukan dengan *return* yang tinggi, dikenal dengan *the 'new economy' view* (Cooper, 2004; Clarida, 2005). *Keempat*, pandangan bahwa sebagian besar *external reserves* Cina diinvestasikan pada *U. S. Treasury Bills* dan aset-aset berbentuk dolar, dan dikenal dengan *The Sino-U. S. Co-dependency view* (Eichengreen, 2005). *Kelima*, ketidakseimbangan global dipandang sebagai bentuk kehati-hatian negara Asia setelah krisis ekonomi tahun 1997–1998.

Sementara itu, Xafa (2007) membagi ketidakseimbangan global ke dalam dua pandangan, yaitu 'traditional view' dan 'new paradigm view'. Menurutnya, ketidakseimbangan global berdasarkan pandangan tradisional merupakan suatu ancaman bagi ekonomi global dan stabilitas keuangan, sedangkan ketidakseimbangan global berdasarkan paradigma baru, ketidakseimbangan global tidak lebih dari konsekuensi globalisasi pada ekonomi dan keuangan.

Sejarah pun mencatat, negara-negara di Asia yang pernah mengalami *twin crisis* pada 1997, ditandai dengan adanya defisit neraca transaksi berjalan. Dapat dikatakan bahwa konsekuensi paling buruk yang bisa muncul akibat ketidakseimbangan global adalah krisis finansial dan krisis mata uang. Oleh karena itu, diperlukan adanya peran berbagai negara khususnya penyumbang terbesar untuk masalah ketidakseimbangan global ini. Miranda Goeltom (*AntaraNews.com*, 2006) menyebutkan bahwa keti-

dakseimbangan global jika terus dibiarkan suatu saat akan meledak, oleh karena itu negara-negara di dunia mengupayakan agar tidak terjadi ledakan besar, tetapi hanya ledakan yang kecil.

Ketidakseimbangan global memang tidak dapat dihindari, namun jika terus dibiarkan akan menjadi semakin besar dan membahayakan. Paling tidak, ketidakseimbangan global harus terpelihara pada level tertentu yang rendah dan stabil. Artinya, fluktuasi ketidakseimbangan global harus terjaga. Berbagai literatur menjelaskan berbagai faktor yang mendasari terjadinya ketidakseimbangan global. Dan semuanya memiliki dasar yang kuat. Secara umum, faktor penyebab utama terjadinya ketidakseimbangan global adalah masalah defisit neraca pembayaran khususnya terkait dengan adanya kesenjangan antara investasi dan tabungan.

Berdasarkan pemaparan di atas, maka pada studi ini, penulis tertarik untuk melakukan studi tentang faktor-faktor penentu tingkat tabungan yang sangat besar di negara-negara Asia. Studi ini mengacu pada ukuran ketidakseimbangan global yang dicetuskan Bernanke (2005) tentang 'global saving glut'. Dalam hipotesis Bernanke tersebut dinyatakan bahwa *financial development* yang belum berkembang adalah penyebab mengapa tingkat tabungan sangat besar di negara Asia. Tidak hanya itu, pengalaman krisis keuangan tahun 1997–1998 lalu dinilai telah membentuk sikap negara Asia yang *risk averse* sehingga pasca-krisis, *precautionary saving* pun semakin besar jumlahnya.

Studi ini secara spesifik akan menguji perilaku rasio tabungan swasta terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) negara-negara *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN) 5+3, yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, Jepang, Cina, dan Korea. Dengan demikian pada nantinya dapat berimplikasi terhadap kebijakan regional di kawasan tersebut dalam rangka mengatasi masalah ketidakseimbangan global yang pada gilirannya ak-

an membantu meminimalisasi dampak negatif yang ditimbulkan secara global. Studi yang melibatkan delapan negara di Asia ini diharapkan akan memberikan kontribusi bagi studi terdahulu mengenai tabungan, dan juga studi-studi yang berkaitan dengan Asia, khususnya ASEAN 5+3. Studi ini diharapkan mampu menjelaskan, faktor-faktor yang memengaruhi tabungan negara ASEAN 5+3; pengaruh perkembangan finansial terhadap tabungan di negara ASEAN 5, Jepang, Cina, dan Korea; pengaruh krisis keuangan 1997–1998 terhadap tingkat tabungan negara ASEAN 5+3; implikasi perilaku tabungan ASEAN 5+3 terhadap ketidakseimbangan global; dan memberi kontribusi terhadap pemikiran tentang ketidakseimbangan global dan peran serta ASEAN+3 dalam perekonomian dunia.

Tinjauan Referensi

Dorrucci dan Brutti (2007) menilai bahwa ketidaksempurnaan sistem keuangan memegang peran dalam respons asimetris tingkat tabungan terhadap pertumbuhan ekonomi global. Sistem keuangan yang kuat dan berfungsi dengan baik akan memperdalam kemampuan pasar keuangan, serta menurunkan tingkat tabungan domestik. *Pertama*, dengan pasar keuangan yang kuat, sebuah negara cenderung rendah tingkat tabungannya dan akan mengakumulasi utang neto luar negeri, sebaliknya, negara yang belum mapan serta volatil pasar keuangannya, akan tinggi tingkat tabungannya serta tinggi arus modal keluarannya. *Kedua*, perbedaan pasar keuangan juga akan memengaruhi komposisi portofolio internasionalnya. Negara dengan pasar keuangan yang mapan, mampu berinvestasi pada aset yang memiliki imbal hasil tinggi.

Ketidaksempurnaan sistem keuangan juga mencerminkan ketidakmampuan negara dalam menyediakan aset. Caballero *et al.* (2006) menekankan pentingnya ketidaksempurnaan sistem keuangan pada ketidakseimbangan global.

Jika terjadi peningkatan permintaan terhadap aset penyimpan kekayaan, tetapi tidak ada suplai aset yang aman di setiap wilayah di dunia, maka arus modal akan bergerak ke wilayah yang mampu menjual aset yang diinginkan. Misalnya saja ada situasi di mana kawasan penyedia aset-aset bagus mengalami pertumbuhan yang lambat atau mengalami penurunan kualitas aset keuangan, maka suplai aset keuangan dunia pun akan turun. Sementara itu, di sisi lain integrasi keuangan bisa saja meningkatkan aliran modal neto jika negara tersebut memiliki kualitas yang baik pada level pengembangan sektor finansial dan institusi/kelembagaan. Perkembangan sektor keuangan suatu negara memainkan peranan penting. Tidak hanya memengaruhi besaran aliran modal, tetapi juga terutama pada arah arus modal. Pengembangan sistem institusi dan legal yang terintegritas baik merupakan faktor penting dalam menentukan keputusan menabung dan berinvestasi di suatu negara. Sistem legal yang jelas, tertib, dan teratur; tingkat korupsi yang minim; birokrasi dan administratif yang mudah dan efisien; serta perlindungan terhadap hak properti merupakan faktor penting yang menjadi insentif dalam menabung dan berinvestasi baik untuk penduduk domestik maupun penduduk. Dengan demikian, maka secara tidak langsung, akan berdampak pada keseimbangan tabungan-investasi dunia.

Pandangan tradisional tentang efek perkembangan finansial pada tabungan (Edwards, 1996) menjelaskan hubungan positif antara dua variabel, yaitu pendalaman sektor finansial akan mendorong tabungan melalui sistem finansial yang mapan. Sementara itu pandangan yang berlawanan menyatakan bahwa semakin kuat pasar keuangan, maka semakin sedikit kebutuhan tabungan untuk berjaga-jaga, sehingga tingkat tabungan menjadi semakin rendah. Pandangan inilah yang menjadi tesis tentang '*global saving glut*' yang dicetuskan oleh Bernanke (2005) bahwa pengembangan sektor finansial dan liberalisasi merupakan solusi dari

menumpuknya tabungan global. Selain itu, sistem keuangan yang semakin terbuka melalui liberalisasi keuangan turut memegang peranan di antaranya meningkatkan efisiensi alokasi modal antar-negara, serta secara langsung memengaruhi *international risk sharing* (Kose *et al.*, 2006). Di samping keterkaitan antara tingkat tabungan dengan perkembangan finansial, berikut ini beberapa studi terdahulu mengenai keterkaitan. Studi Ferucci dan Miralles (2007) menjelaskan bahwa faktor demografi dan *financial catching-up* menjadi faktor terpenting dalam menentukan perilaku tabungan pada negara *emerging market*. Kemajuan dalam pendalaman finansial di negara berkembang akan mendistribusikan siklus tabungan internasional sehingga mendukung penyesuaian ketidakseimbangan global secara perlahan.

Ito dan Chinn (2007) menyatakan teori yang menyebutkan semakin berkembang pasar finansial suatu negara akan semakin sedikit menabung hanya berlaku pada negara dengan sistem legal yang berkembang pesat, dan pasar finansial yang semakin terbuka. Untuk negara berkembang dan *emerging market* korelasinya berkebalikan. Semakin berkembang pasar modal suatu negara, maka akan semakin besar kecenderungan negara tersebut mengalami defisit neraca transaksi berjalan.

Hong *et al.* (2008) memaparkan kontribusi Cina dalam upaya *rebalancing global* di antaranya adalah apresiasi mata uang Cina *Renminbi* (RMB) secara progresif, stimulus fiskal dan reformasi sistem finansial untuk meningkatkan efisiensi dan mengurangi berbagai kendala dalam sektor finansial. Sedangkan dari Hong (2001) diketahui bahwa upaya *rebalancing* oleh Amerika Serikat dalam jangka pendek yang cocok *easy money policy* karena kebijakan fiskal membutuhkan waktu pengambilan keputusan yang sangat lama. Dalam jangka menengah, kebijakan fiskal harus ditujukan pada peningkatan tabungan rumah tangga dan penurunan depresiasi investasi. Penerapan restriksi perdagangan tidak akan menjadi solusi yang tepat

dalam mengurangi defisit perdagangan Amerika Serikat. Peningkatan transfer finansial kepada negara berkembang bisa memberi manfaat jangka panjang terhadap ekspor Amerika Serikat.

Metode

Dalam studi ini pendekatan empiris yang dilakukan adalah dengan menggunakan model regresi data panel dengan *fixed effect*. Pemilihan metode *fixed effect* ini dikarenakan sampel yang digunakan diasumsikan mewakili sebagian besar dari negara-negara yang dianggap menjadi kontributor dalam permasalahan ketidakseimbangan global terkait paradigma '*global saving glut*', sehingga sesuai dengan teori penggunaan metode estimasi *fixed effect*, yaitu digunakan untuk sampel yang merupakan mayoritas atau dapat mewakili seluruh populasi. Selain itu, data *time series* dan variabel bebas dalam studi ini melebihi data *cross section*. Diketahui jika data *time series* dan variabel bebas dalam studi ini melebihi data *cross section*, maka metode *random effect* tidak dapat digunakan. Sementara itu, untuk lebih memastikannya, metode *pooled least square* tidak digunakan mengingat restriksi yang ketat, sehingga tidak dapat menunjukkan perbedaan karakteristik yang dimiliki *cross section* yang berbeda. Di samping itu juga Uji Chow yang dilakukan pada data panel pada studi ini menunjukkan bahwa hasil uji menerima hipotesis dengan metode *fixed effect*.

Karena keterbatasan data, maka beberapa variabel yang digunakan dalam regresi ini menggunakan *proxy*. Variabel *private saving diproxy* dengan total penjumlahan *demand deposit, time deposit, saving deposit, dan foreign currency deposit* pada institusi perbankan di setiap negara. *Proxy* ini dilakukan dengan alasan bahwa komponen tabungan masyarakat dan korporasi dapat diukur melalui berbagai jenis tabungan dan deposito yang ada di bank. Selain itu, penggunaan data penge-

Tabel 1: Variabel Demografi

Nama Variabel	Metode Pengukuran	Dasar Pertimbangan Teori
<i>Dependency Ratio</i> (DEP)	Rasio usia non-produktif terhadap usia produktif, yaitu jumlah penduduk usia muda <15 tahun dan usia tua >64 tahun dibagi dengan jumlah penduduk usia kerja	Hasrat menabung penduduk yang berada pada usia kerja lebih besar daripada orang yang sudah pensiun karena lanjut usia. Semakin besar tingkat <i>dependency ratio</i> suatu negara, maka semakin rendah tingkat persentase tabungan (tanda koefisien negatif)

Sumber: *World Development Indicator, World Bank*

Tabel 2: Variabel Fiskal

Nama Variabel	Metode Pengukuran	Dasar Pertimbangan Teori
<i>Public/Government Expenditure</i> (GOVEX)	Komponen <i>G</i> dalam persamaan pendapatan nasional	Semakin besar pengeluaran pemerintah untuk <i>public expenditure</i> seperti pendidikan, kesehatan, maupun <i>social safety net</i> , maka akan memperkecil pengeluaran rumah tangga untuk belanja kebutuhan primer, sehingga akan meningkatkan tabungan swasta (tanda koefisien positif)

Sumber: *International Financial Statistics* (IFS)

luaran pemerintah merupakan *proxy* dari adanya *social safety net*. Hipotesis yang dapat ditarik sebelum studi ini dilakukan adalah faktor demografi memengaruhi perilaku tabungan ASEAN 5+3; faktor fiskal memengaruhi perilaku tabungan ASEAN 5+3; faktor makroekonomi memengaruhi perilaku tabungan ASEAN 5+3; perkembangan finansial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tabungan di negara ASEAN 5, Jepang, Cina, dan Korea; krisis keuangan 1997–1998 memiliki pengaruh signifikan pada tabungan negara ASEAN 5+3; perilaku tabungan ASEAN 5+3 berimplikasi terhadap ketidakseimbangan global; keseluruhan komponen variabel bebas akan dijelaskan pada Tabel 1–4. Satu per satu variabel yang digunakan dalam menentukan tingkat persentase tabungan terhadap *Gross Domestic Product* (GDP) serta dasar pertimbangan teori yang melandasi hubungan kedua variabel.

Selanjutnya, pemilihan regresi umum dengan *fixed effect* akan melihat faktor-faktor yang memengaruhi tingkat tabungan dari segi variabel *fundamental* demografi, makro, fiskal, dan *financial development*/institusional. Selain itu, juga ingin melihat determinan perilaku ta-

bugnan yang berasal pengaruh gejolak (*shock*) yang terjadi, misalnya ketika terjadi *Asian Financial Crisis* pada tahun 1997–1998. Penambahan variabel *dummy* krisis dilakukan melihat determinan perilaku tabungan yang berasal pengaruh gejolak yang terjadi, yaitu ketika terjadi *Asian Financial Crisis* pada tahun 1997–1998. Penambahan variabel *dummy* diperlukan untuk menangkap terjadinya *structural break* dalam data persentase tabungan terhadap GDP. Terjadinya *structural break* dalam data pada saat terjadinya krisis 1997–1998 dapat mengakibatkan hasil estimasi menjadi tidak efisien. Oleh karena itu, perlu dibentuk model regresi data panel yaitu:

$$\begin{aligned}
 SAV_{it} = & \alpha_i + \beta_1 Demography_{it} \\
 & + \beta_2 Fiscal_{it} \\
 & + \beta_3 Macroeconomy_{it} \\
 & + \beta_4 FinancialDevelopment_{it} \\
 & + \beta_5 DummyCrisis_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)
 \end{aligned}$$

Variabel-variabel penentu yang dimasukkan adalah variabel *private saving* (tabungan swasta) yang dijadikan variabel terikat dan variabel-variabel lainnya yaitu: variabel demografi, variabel fiskal, variabel makroekonomi,

Tabel 3: Variabel Makroekonomi

Nama Variabel	Metode Pengukuran	Dasar Pertimbangan Teori
<i>Interest Rate</i> (INTRATE)	<i>Deposit Rate</i> pada institusi keuangan perbankan	Semakin tinggi tingkat bunga deposito tabungan, maka akan semakin besar insentif untuk menabung, sehingga meningkatkan tingkat tabungan
<i>Growth of Gross Domestic Product</i> (GGDP)	Persentase perubahan GDP (<i>constant price</i> = tahun 2000) dari tahun t ke $t + 1$	Semakin besar pertumbuhan ekonomi (<i>growth of GDP constant prices</i>), maka semakin besar pula tingkat tabungan (tanda koefisien positif)
Inflasi (INFL)	Indeks Harga Konsumen (<i>Consumer Price Index</i> (CPI)) rata-rata tahunan	Jika dilihat dari nilai tabungan secara riil, inflasi yang tinggi menurunkan nilai tabungan. sehingga keputusan masyarakat untuk menabung semakin kecil (tanda koefisien negatif)
<i>Terms of Trade</i> (TOT)	<i>Net Barter Terms of Trade</i> , atau Rasio Indeks harga ekspor terhadap harga impor (<i>base year</i> tahun 2000)	Semakin besar <i>terms of trade</i> , maka akan meningkatkan pendapatan riil dari ekspor ke pasar internasional, sehingga tingkat persentase tabungan akan semakin besar (tanda koefisien positif)

Sumber: IFS, *World Economic Outlook Database*, dan *World Development Indicator*, *World Bank* (WB)

dan variabel institusional.

Data-data yang digunakan dalam pengujian hipotesis ini diperoleh dari *World Economic Outlook* (WEO) database IMF, *International Financial Statistics* (IFS) dari IMF, *World Development Indicator* (WDI) dari *World Bank*, dan *Transparency International* (TI). Data-data yang diambil adalah data-data dari tahun 1991 hingga tahun 2007, di mana periode tersebut dibagi menjadi dua, yaitu periode sebelum dan sesudah terjadinya *Asian Financial Crisis* 1997–1998. Tahun 1991 dipilih karena pada tahun tersebut Cina mulai mengalami perkembangan pesat pada perekonomian. Negara-negara yang menjadi sampel adalah lima negara ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina, dan tiga negara Asia Timur yaitu Jepang, Cina, Korea Selatan, yang selanjutnya akan disebut ASEAN 5+3.

ASEAN 5+3 dipilih karena masuk dalam ne-

gara yang memiliki *saving rates* tertinggi di dunia. ASEAN 5 merupakan negara *emerging market/developing* Asia yang mulai diperhitungkan dan menjadi pusat perhatian dunia sejak krisis finansial 1997–1998 terjadi. Sementara itu, Jepang, Cina, dan Korea merupakan negara di Asia yang menjadi partner dagang Amerika Serikat yang terbesar, dan merupakan pemegang aset terbesar, serta defisit neraca pembayaran Amerika Serikat. Selain itu, ketiga negara tersebut merupakan negara terbesar di Asia Timur. Pemilihan ASEAN 5+3 juga merupakan tindak lanjut dari kontribusi pembentukan *East Asian Community* terhadap perekonomian dunia. Tabel 5 merupakan ringkasan variabel secara operasional yang diolah menjadi data panel dalam studi ini.

Tabel 4: Variabel *Financial Development* dan Institusional

Nama Variabel	Metode Pengukuran	Dasar Pertimbangan Teori
<i>Domestic Credit to Private Sector</i> (CRED)	Komposisi kredit domestik pihak swasta pada institusi perbankan	Semakin besar tingkat kredit kepada pihak swasta, maka akan meningkatkan tingkat konsumsi masyarakat yang akhirnya menurunkan tingkat persentase tabungan (tanda koefisien negatif)
<i>Market Capitalization of Listed Company</i> (MCAP)	Ukuran perkembangan pasar saham, yaitu dihitung dari nilai lembar saham yang tercatat di bursa saham	Semakin baik perkembangan pasar saham suatu negara, semakin besar investasi dalam bentuk aset keuangan, maka semakin sedikit tingkat tabungan (tanda koefisien negatif)
<i>Capital Account Openness</i> (OPEN)	<i>Binary dummy</i> variabel tabulasi restriksi pada transaksi keuangan lintas batas pada IMF-AREAER (<i>The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions</i>)	Semakin tinggi nilai indeksinya, maka semakin terbuka suatu negara dalam transaksi keuangan, dan semakin menurunkan tingkat tabungan karena liberalisasi keuangan semakin memfasilitasi perdagangan dan investasi (tanda koefisien negatif)
<i>Corruption Perception Index</i> (CORR)	Peringkat negara berdasarkan persepsi korupsi (1 untuk yang paling buruk, dan 10 untuk yang paling baik)	Semakin tinggi peringkat CPI, semakin mendorong investasi karena korupsi bisa dijadikan ukuran efisiensi. Sehingga kecenderungan tingkat tabungan suatu negara semakin kecil (tanda koefisien negatif)

Sumber: *World Development Indicator*, WB, IFS, *Ito & Chinn Index*, dan *Transparency International*

Hasil dan Analisis

Pengujian dilakukan dengan menggunakan regresi berdasarkan bentuk umum panel data dengan *fixed effect* dan menggunakan metode GLS (*General Least Square*). Kriteria pembobotannya adalah *gross section weights* dengan *white heteroskedasticity covariance* untuk mendapatkan hasil *run* data yang terbaik dan menghindari terjadinya *singular matrix* yang dapat menyebabkan regresi tidak dapat dihasilkan.

Berdasarkan koefisien determinasi hasil pengolahan, menunjukkan variabel-variabel bebasnya menjelaskan perubahan variabel terikatnya sebesar 99,8%, dan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model, sedangkan *adjusted R²*-

nya adalah 99,8%. F hitung memiliki tingkat signifikansi 1% sehingga secara sangat signifikan menolak *H₀*, di mana terdapat hubungan linier secara bersama-sama antara variabel-variabel bebas dengan variabel terikatnya. Berdasarkan hasil *output Eviews*, dapat dilihat hasil koefisien korelasi (uji statistika t) seperti terlihat pada Tabel 6 dan 7.

Dari Tabel 7, hasil pengolahan regresi data panel dengan metode *fixed effect* memperlihatkan beberapa hal. *Pertama*, variabel-variabel yang mempunyai hubungan positif terhadap tabungan ASEAN 5+3 tahun 1991–2007 adalah pengeluaran pemerintah, suku bunga, inflasi, pertumbuhan ekonomi, kapitalisasi pasar saham (perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek), kredit domestik sektor swasta, dan tingkat keterbukaan finansial. *Kedua*, variabel-

Tabel 5: Daftar Operasional Variabel

Jenis Variabel	Variabel	Unit	Simbol	Sumber
Variabel Terikat	<i>Private Saving</i>	% of GDP	SAV	IFS
Faktor Demografi	<i>Age Dependency Ratio</i>	annual %	DEP	WDI
<i>Fiscal Factors</i>	<i>Public consumption expenditure</i>	% of GDP	GOVEX	IFS
Faktor Makroekonomi	- <i>Interest rate</i>	%	INTRATE	IFS
	- <i>GDP growth rate</i>	annual %	GGDP	WEO
	- <i>Inflation average CPI change</i>	annual %	INFL	WEO
	- <i>Terms of Trade</i>	indeks	TOT	WDI
<i>Financial Development & Institutional Factors</i>	- <i>Domestic credit to private sector</i>	% of GDP	CRED	IFS
	- <i>Market Capitalization of listed company</i>	% of GDP	MCAP	WDI
	- <i>Keterbukaan Finansial</i>	indeks	OPEN	Indeks Ito & Chinn
	- <i>Indeks Persepsi Korupsi</i>	0–10	CORR	TI

Sumber: Berbagai Sumber, diolah

Tabel 6: Hasil Regresi Data Panel

Variabel Bebas	Koefisien	Prob.	α	Hasil	Koefisien yang diharapkan
DEP	-0,296475	0,6274	10%	tidak signifikan	-
GOVEX	1.193.974	0,0035	1%	searah, signifikan	+
INTRATE	0,105142	0,0117	5%	searah, signifikan	+
GGDP(-1)	0,056597	0,4867	10%	tidak signifikan	+
INFL(-1)	0,154018	0,0001	1%	tidak searah, signifikan	-
TOT	-0,027290	0,3222	10%	tidak signifikan	+
CRED	0,550067	0,0000	1%	tidak searah, signifikan	-
MCAP	0,027368	0,0681	10%	tidak searah, signifikan	-
OPEN	0,744838	0,3698	10%	tidak signifikan	-
CORR	-0,595308	0,1131	10%	tidak signifikan	-
DCRISIS	-2.320.043	0,0020	1%	signifikan	+

Sumber: Hasil Pengolahan Penulis

variabel yang mempunyai hubungan negatif terhadap tabungan ASEAN 5+3 tahun 1991–2007 adalah *dependency ratio*, *terms of trade*, indeks persepsi korupsi, dan *dummy* krisis. *Ketiga*, intersep tertinggi adalah Jepang, dan yang terendah adalah Korea, persamaan tabungan yang tertinggi berasal dari Cina, sedangkan yang terendah berasal dari Korea. *Keempat*, variabel-variabel bebas yang berpengaruh pada variabel terikatnya adalah pengeluaran pemerintah, suku bunga, inflasi, kredit domestik pihak swasta, dan kapitalisasi pasar saham (perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek), dan *dummy* krisis.

Dependency ratio, *lag* pertumbuhan ekonomi, *terms of trade*, tingkat keterbukaan finan-

sial, dan indeks persepsi korupsi tidak memengaruhi perilaku tabungan negara ASEAN 5+3 pada periode 1991–2007. Hal ini berarti bahwa apa pun yang terjadi, naik turunnya variabel-variabel tersebut tidak akan menyebabkan naik/turun atau turun/naiknya tingkat tabungan swasta di negara-negara tersebut.

Indikator ekspansi fiskal dengan peningkatan belanja pemerintah menunjukkan hasil bahwa pengeluaran pemerintah secara statistik memiliki pengaruh positif terhadap tingkat tabungan swasta. Artinya, besarnya usaha pemerintah dalam melakukan ekspansi fiskal melalui peningkatan belanja pemerintah misalnya *social security system*, pendidikan dan kesehatan akan meningkatkan tingkat tabungan swasta.

Tabel 7: Intersep *Fixed Effect* ASEAN 5+3

Jepang	124,4003
China	67,19843
Korea	11,23516
Indonesia	34,26103
Malaysia	76,53374
Singapura	62,99166
Thailand	83,63156
Filipina	25,07688

Sumber: Hasil Pengolahan Penulis

ta dan rumah tangga. Hal ini dikarenakan dengan semakin besarnya anggaran pemerintah untuk belanja kebutuhan publik, maka konsumsi rumah tangga dapat dihemat sehingga sisanya dapat dialokasikan untuk menabung sehingga tingkat tabungan pun semakin meningkat. Semakin besar pengeluaran pemerintah untuk *public expenditure* seperti pendidikan, kesehatan, maupun *social safety net*, maka akan memperkecil pengeluaran rumah tangga untuk belanja kebutuhan primer, sehingga akan meningkatkan tabungan swasta.

Hasil determinan dari variabel makroekonomi berupa tingkat suku bunga menunjukkan koefisien yang positif dan signifikan sesuai hipotesis arah yang diharapkan. Secara teori dasar baik dilihat dari teori *saving-investment* maupun teori permintaan uang, hubungan tingkat suku bunga dengan tabungan adalah positif, artinya, semakin tinggi tingkat bunga maka kecenderungan seseorang untuk menabung semakin besar. Seseorang akan lebih memilih untuk menyimpan uangnya di bank dibanding hanya disimpan di rumah.

Sementara indikator makroekonomi lainnya, yaitu inflasi menunjukkan koefisien positif dan signifikan, namun dipengaruhi waktu (*lag*) satu tahun sebelumnya. Artinya, ketika inflasi tahun sebelumnya tinggi atau mengalami peningkatan, maka hasrat masyarakat untuk menabung di masa sekarang tinggi. Ini bisa saja terjadi karena secara nominal jika uang yang ditabung sedikit jumlahnya, maka nilainya akan semakin kecil, sehingga jumlah uang yang ditabungkan

haruslah lebih besar. Pengaruh positif *lag* inflasi satu tahun sebelumnya terhadap tabungan juga dapat dijelaskan oleh teori motif *precautionary saving motive* (Romer, 2001), yang menjelaskan bahwa setiap rumah tangga berusaha mendapatkan *buffer stock of wealth* (penyangga stok kekayaan) ketika ada kemungkinan buruk terjadi misalnya resesi atau *hyperinflation*. Jika setiap rumah tangga memilikinya, maka akibat buruk yang terjadi pada pendapatan, tidak akan berdampak pula pada konsumsi.

Indikator berikutnya, yaitu perkembangan finansial dan institusional, terdiri dari empat variabel yang dua di antaranya berpengaruh terhadap tabungan adalah kredit domestik swasta dan kapitalisasi di pasar saham. Sedangkan dua lainnya tidak memiliki pengaruh terhadap tabungan, yaitu tingkat keterbukaan finansial dan indeks persepsi korupsi. Kredit domestik swasta atau *domestic credit to private sector* merupakan ukuran dari perkembangan finansial di sisi domestik, yang mengukur total kredit yang beredar di masyarakat baik rumah tangga maupun perusahaan. Nilainya diperoleh dari rasio per GDP. Dari hasil *run Eviews* menunjukkan bahwa kredit domestik pihak swasta memiliki pengaruh yang positif dan signifikan secara statistik. Hal ini tidak sesuai dengan koefisien yang diharapkan. Hubungan yang positif dan signifikan ini menunjukkan bahwa ketika terjadi peningkatan pada kredit swasta, maka berakibat pada peningkatan tingkat tabungan swasta pada perbankan.

Hal ini bisa saja disebabkan karena peningkatan permintaan kredit oleh pihak swasta, serta diiringi pula oleh peningkatan suplai tabungan dan deposito, sehingga fasilitas tabungan menjadi lebih baik dan menarik. Dengan demikian terjadi peningkatan tabungan. Tidak hanya itu, pengaruh positif dan signifikan kredit terhadap tingkat tabungan bisa menjadi bukti bahwa pertumbuhan tabungan dan kredit bergerak searah. Tidak hanya itu, pasar kredit domestik negara-negara ASEAN 5+3 dapat dinyatakan telah berkembang.

Faktor perkembangan finansial lainnya, yaitu kapitalisasi pasar saham (*stock market capitalization*) atau ukuran perkembangan pasar saham yang tercermin lewat harga pasar semua saham dikalikan dengan jumlah saham yang ada di pasar saham dan yang beredar di masyarakat. Hasil regresi data panel menunjukkan bahwa pengaruh kapitalisasi pasar saham terhadap tingkat tabungan adalah positif dan signifikan. Artinya, semakin tinggi tingkat kapitalisasi pasar saham, maka tingkat tabungan akan semakin besar. Hasil regresi ini tidak searah dengan koefisien yang diharapkan. Semakin baik pasar saham, semakin besar *return* yang ditawarkan, dan semakin rendah risiko dari investasi finansial di pasar saham akan meningkatkan pendapatan yang pada gilirannya akan mendorong tabungan. Tidak hanya itu, investasi di pasar saham bisa diidentikkan dengan alternatif instrumen tabungan atau sebagai *financial instrument development*, yang berarti merupakan satu kesatuan dalam sistem keuangan. Sehingga, dengan semakin kuat dan canggihnya sistem keuangan ini, maka akan pula mendorong peningkatan tabungan. Dengan mulai berkembangnya pasar saham di negara ASEAN 5+3 ternyata tidaklah menyebabkan share tabungan terhadap GDP menjadi turun, namun justru meningkat.

Sementara itu pengaruh *dummy* krisis finansial Asia 1997–1998 menunjukkan koefisien yang signifikan secara statistik memengaruhi perilaku tabungan negara ASEAN 5+3. Hasil

ini menunjukkan bahwa memang ada permasalahan *structural break* pada data tingkat tabungan sehingga hipotesis bahwa perilaku tabungan negara ASEAN 5+3 dipengaruhi oleh krisis Asia 1997–1998 dapat diterima.

Simpulan

Dengan melihat hasil pengolahan regresi panel ternyata variabel yang signifikan memengaruhi perilaku tabungan ASEAN 5+3 adalah belanja pemerintah, inflasi, kredit domestik, dan krisis Asia, dan disusul variabel lainnya suku bunga dan kapitalisasi pasar saham. Artinya, variabel-variabel tersebutlah yang akan memiliki implikasi yang kuat terhadap ketidakseimbangan global, terkait dengan konteks '*global saving glut*'. Belanja pemerintah yang tinggi akan meningkatkan tingkat tabungan, penetapan inflasi dan suku bunga yang tinggi juga akan berdampak pada peningkatan tabungan di negara ASEAN 5+3. Perkembangan finansial yang pesat juga akan meningkatkan tabungan di negara tersebut. Tidak hanya itu, implikasi adanya krisis Asia 1997–1998 yang berpengaruh pada tingkat tabungan berindikasi bahwa ada perbedaan perilaku tabungan baik sebelum dan setelah krisis. Tingginya tingkat tabungan negara-negara di Asia (ASEAN 5+3), merupakan implikasi dari terjadinya krisis finansial tahun 1997–1998. Peningkatan pada ketidakseimbangan tabungan dan investasi ini terjadi secara drastis setelah krisis 1997–1998. Karena itu dapat disimpulkan bahwa krisis keuangan 1997–1998 telah membawa pengaruh pada perilaku tabungan di negara ini. Tingginya tingkat tabungan dan akumulasi besar-besaran pada cadangan devisa beberapa tahun belakangan merefleksikan sikap atau reaksi alamiah negara Asia (ASEAN 5+3) terhadap krisis.

Implikasi kebijakan yang dapat dilakukan terkait hal di atas adalah stabilitas makroekonomi melalui stabilisasi inflasi dan suku bunga yang dapat diupayakan dengan mengoptimalk-

an fungsi *Inflation Targeting Framework* (ITF) dan menstabilkan suku bunga acuan sehingga dapat memengaruhi keputusan menabung masyarakat sehingga redistribusi tabungan dapat dilakukan. Pengembangan institusi keuangan selain pasar saham dapat dilakukan terutama penguatan fungsi institusi perbankan sebagai penyalur kredit. Sehingga dapat meningkatkan *loan to deposit ratio* yang akan berpengaruh positif pada sektor riil. Kebijakan antipansi krisis dibutuhkan dalam rangka menjaga keseimbangan global.

Daftar Pustaka

- [1] AntaraNews.com. (2006, November 16). "Global Imbalances" Ancam Posisi "Current Account" Regional. *AntaraNews.com*. <http://www.antaraneews.com/view/?i=1163649781&c=EKU&s=>. (Accessed July 25, 2010).
- [2] AREAER. The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. *database*. Washington DC.: International Monetary Fund.
- [3] Bernanke, B. S. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. *Speeches at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005 and at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, on April 14, 2005*. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>. (Accessed August 16, 2010).
- [4] Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P. (2006). An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates. *Mimeo*. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology. <http://economics.mit.edu/files/173>. (Accessed February 14, 2011).
- [5] Clarida, R. H. (2005). Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit. *CATO Journal*, 25 (1), 111–114. <http://s3.documentcloud.org/documents/324861/japan-china-and-the-u-s-current-account-deficit.pdf>. (Accessed August 16, 2010).
- [6] Cooper, R. (2004). US Deficit: It is Not Only Sustainable, It is Logical. *Financial Times*, October 31, 2004. <http://www.ft.com/cms/s/1/85799f90-2b70-11d9-92d4-00000e2511c8.html#axzz2Kw6rkk00> (Accessed August 16, 2010).
- [7] Dorrucchi, E. & Brutti, F. (2007, March). The Link Between External Imbalances, Global Growth and Financial Integration. *Mimeo*. Note to the International Relations Committee of the European System of Central Banks.
- [8] Edwards, S. (1996). Why are Latin America's Saving Rates So Low? An International Comparative Analysis. *Journal of Development Economics*, 51 (1), 5–44.
- [9] Eichengreen, B. (2005). The Blind Men and the Elephant. *Makalah*. Tokyo Club Foundation's Macroeconomic Research Conference on the Future of International Capital Flow. Kyoto, 21-22 Nopember.
- [10] Ferucci, G. & Miralles, C. (2007). Saving Behaviour and Global Imbalances: The Role of Emerging Market Economies. *ECB Working Paper*, 842. Germany: European Central Bank. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp842.pdf>. (Accessed March 30, 2011)
- [11] Hong, P. (2001). Global Implications of the United States Trade Deficit Adjustment. *DESA Discussion Paper*, 17. New York: United Nations Department of Economic and Social Affairs. <http://www.un.org/esa/desa/papers/2001/esa01dp17.pdf>. (Accessed August 16, 2010)
- [12] Hong, P., Vos, R., & Yao, K. (2008). How China Could Contribute to a Benign Global Rebalancing? *Makalah*. Presented at DESA Development Policy Seminar. New York: United Nations Department of Economic and Social Affairs.
- [13] IMF. *International Financial Statistics*. *database*. Washington DC.: International Monetary Fund.
- [14] IMF. *World Economic Outlook*. *database*. Washington DC.: International Monetary Fund.
- [15] Ito, H. & Chinn, M. (2007). East Asia and Global Imbalances: Saving, Investment, and Financial Development. *NBER Working Paper*, 13364. Cambridge: National Bureau of Economic Research. http://www.nber.org/papers/w13364.pdf?new_window=1. (Accessed March 30, 2011)
- [16] Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. (2006). Financial Globalization: A Reappraisal. *Working Paper*, WP/06/189. Washington, DC.: International Monetary Fund. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06189.pdf>. (Accessed March 30, 2011)
- [17] Nasution, A. (2007). Global Savings-Investment Imbalances: What Role for East Asia? Cambridge: The Earth Institute at Columbia University dan Massachusetts Institute of Technology. *Asian Economic Papers*, 6 (2), 1–13.
- [18] Romer, D. (2001). *Advanced Macroeconomics*, 2nd Edition. New York: McGraw-Hill, Inc.
- [19] Transparency International. *Corruption Perceptions Index*. *database*. Berlin, Germany: Transparency International.
- [20] World Bank. *World Development Indicators*. *data-*

base. Washington DC.: The World Bank.

- [21] Xafa, M. (2007). Global Imbalances and Financial Stability. *IMF Working Paper, WP/07/111*. Washington DC.: International Monetary Fund.