

Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Aliran Kredit dan Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Kredit

I Gede Putra Arsana, S.E¹

ABSTRAK

Terjadinya krisis di tahun 1997 memaksa bank sentral untuk melepaskan rezim nilai tukar tetap dan mengubahnya menjadi rezim nilai tukar mengambang. Perubahan tersebut menyebabkan timbulnya resiko nilai tukar di dalam perekonomian, sehingga meningkatkan resiko kegiatan usaha.

Perubahan nilai tukar akan mempengaruhi kondisi neraca perbankan dan perusahaan, yang akhirnya berpengaruh pula pada keputusan pemberian kredit. Di lain pihak, perubahan kondisi neraca ditambah dengan selisih berbagai alternatif biaya pendanaan, akan berpengaruh pada keputusan pengajuan permohonan kredit perusahaan.

Penelitian ini kemudian akan berusaha untuk melihat, pertama, pengaruh depresiasi nilai tukar terhadap penurunan aliran kredit; kedua, pengaruh kebijakan moneter ketat terhadap penurunan permintaan kredit dan atau peningkatan penawaran kredit; ketiga, pengaruh depresiasi nilai tukar pada efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur kredit perbankan dan jalur kredit luas.

Dengan dekomposisi varians dan IRF metode VAR, ditemukan bahwa, pertama, depresiasi nilai tukar menurunkan aliran kredit. Kedua, kebijakan moneter ketat direspon lebih cepat oleh penurunan permintaan kredit dibandingkan peningkatan penawaran kredit. Ketiga, perubahan nilai tukar dan kurang responsifnya penawaran kredit terhadap kebijakan moneter, menyebabkan mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur kredit perbankan tidak efektif. Keempat, dengan responsifnya permintaan kredit terhadap perubahan kebijakan moneter menyebabkan efektifnya jalur kredit luas.

Kata Kunci: Nilai Tukar, Kredit, Mekanisme Transmisi, Kebijakan Moneter,
Dekomposisi Varians, VAR, IRF

Klasifikasi JEL: C32, G28, E51

¹ Penulis adalah asisten dosen Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

I. PENDAHULUAN

I.1. Latar belakang

Semenjak deregulasi keuangan 1983, pemerintah tidak lagi berperan aktif di dalam kegiatan investasi di Indonesia. Sektor riil, terutama perusahaan, kemudian ditempatkan sebagai motor utama penggerak kegiatan investasi di Indonesia.

Di dalam melakukan kegiatan investasinya, perusahaan-perusahaan di Indonesia bergantung kepada dua sumber pendanaan. Pertama, dari dana internalnya yang berasal dari laba ditahan. Kedua, dari dana eksternal, dimana kredit perbankan menjadi sumber utamanya.

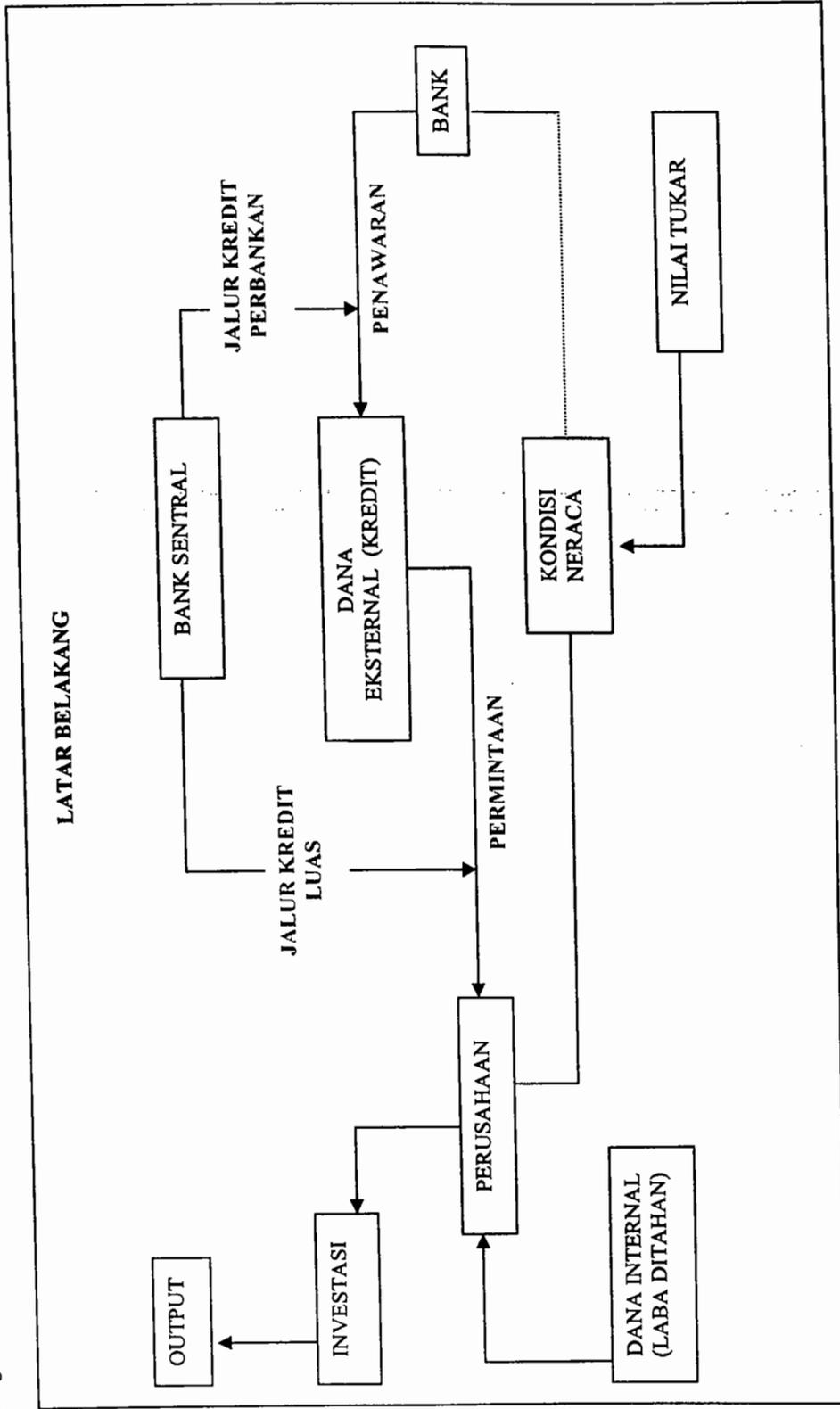
Krisis ekonomi yang terjadi di tahun 1997 membuat terjadinya kebangkrutan perbankan dan depresiasi nilai tukar yang luar biasa. Karena semakin terbatasnya cadangan devisa yang dimiliki oleh bank sentral untuk melakukan intervensi, rezim nilai tukar tetap pun tidak dapat dipertahankan. Semenjak 14 Agustus 1997, negeri ini kemudian menganut rezim nilai tukar mengambang bebas.

Perubahan rezim nilai tukar, kebangkrutan perbankan, dan ketidakpastian kondisi politik selama periode 1997-1998, kemudian meningkatkan resiko kegiatan usaha di Indonesia. Enoch et. al (1999), Rajan dan Sugema (2000), serta Thorbecke dan Azis (2002), menyebutkan bahwa krisis nilai tukar merupakan penyebab utama terjadinya krisis ekonomi di Indonesia.

Semenjak terjadinya krisis ekonomi serta pemberlakuan rezim nilai tukar mengambang bebas, perbankan dan perusahaan pun mulai merespon perubahan pada nilai tukar. Hal ini terkait dengan kenyataan bahwa depresiasi nilai tukar akan berakibat pada peningkatan kewajiban (denominasi asing), yang diikuti oleh penurunan modal pihak perbankan dan perusahaan. Penurunan modal kemudian akan direspon dengan penurunan suplai kredit oleh pihak perbankan, dan penurunan permintaan kredit oleh pihak perusahaan.

Depresiasi nilai tukar yang berakibat pada penurunan modal perusahaan akan meningkatkan resiko *non-performing loan* (resiko gagal bayar kredit). Bank kemudian merespon dengan meminta tambahan biaya (premium) diluar suku bunga kredit. Secara relatif, penambahan premium akan meningkatkan biaya dana eksternal bila dibandingkan dengan biaya dana eksternal. Karenanya perusahaan akan menurunkan pinjaman kredit. Alhasil terjadi penurunan kegiatan investasi akibat peningkatan resiko kegiatan usaha dan penurunan dana investasi.

Pengaruh perubahan nilai tukar di dalam keputusan kegiatan investasi baik perbankan dan perusahaan dapat mengakibatkan terganggunya proses mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur kredit. Jika pengaruh nilai tukar ternyata lebih besar daripada pengaruh kebijakan moneter, dan memungkinkannya untuk menghambat proses mekanisme kebijakan moneter, maka akan timbul masalah bagi efektifitas kebijakan moneter melalui jalur kredit. Oleh karena itu perlu untuk diteliti secara lebih lanjut, pertama, pengaruh nilai tukar pada aliran kredit. Kedua, pengaruh kebijakan moneter pada mekanisme penyesuaian di pasar kredit. Ketiga, pengaruh kebijakan moneter melalui jalur kredit.



I.2. Hipotesis Penelitian

Hipotesis pengaruh pergerakan nilai tukar terhadap aliran kredit perbankan: terdapat pengaruh negatif yang nyata antara depresiasi nilai tukar dan aliran kredit perbankan.

Hipotesis pengaruh kebijakan moneter Bank Sentral terhadap sisi permintaan kredit: *pertama*, terdapat pengaruh negatif yang nyata antara suku bunga SBI dan suku bunga kredit perbankan; *kedua*, terdapat pengaruh negatif yang nyata antara suku bunga SBI dan suplai kredit perbankan.

Hipotesis pengaruh kebijakan moneter Bank Sentral terhadap sisi penawaran kredit: *pertama*, terdapat pengaruh positif yang nyata antara suku bunga SBI dan suku bunga kredit perbankan; *kedua*, terdapat pengaruh negatif yang nyata antara suku bunga SBI dan suplai kredit perbankan.

Hipotesis pengaruh kebijakan moneter Bank Sentral terhadap perekonomian dalam kerangka mekanisme transmisi jalur kredit perbankan: *pertama*, terdapat pengaruh positif yang nyata antara suku bunga SBI dan suku bunga kredit perbankan di Indonesia; *kedua*, terdapat pengaruh negatif yang nyata antara suku bunga SBI dan aliran kredit domestik di Indonesia; *ketiga*, terdapat pengaruh negatif yang nyata antara suku bunga SBI dan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Hipotesis pengaruh kebijakan moneter Bank Sentral terhadap perekonomian dalam kerangka mekanisme transmisi jalur kredit luas: *pertama*, terdapat pengaruh positif yang nyata antara suku bunga SBI dan *external finance premium* sumber pendanaan di Indonesia; *kedua*, terdapat pengaruh negatif yang nyata antara suku bunga SBI dan aliran kredit domestik di Indonesia; *ketiga*, terdapat pengaruh negatif yang nyata antara suku bunga SBI dan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

I.3. Asumsi yang Digunakan

Asumsi yang digunakan meliputi: *pertama*, sumber pendanaan kegiatan investasi perbankan, dimana penyaluran kredit termasuk di dalamnya, hanya berasal dari hutang (dari pihak ketiga dalam bentuk rupiah dan valas); *kedua*, bank tidak melakukan transaksi *forward* dan *hedging* terhadap dana valas yang dimilikinya; *ketiga*, jalur kredit yang dibahas di dalam penelitian ini hanya meliputi jalur kredit perbankan (*bank lending channel*) dan jalur kredit luas (*broad credit channel*).

I.4. Hasil Penelitian Sebelumnya

I.4.a. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Aliran Kredit

Azis dan Thorbecke (2002) menemukan terdapatnya perbedaan perilaku bank domestik dan bank asing di dalam menghadapi shock nilai tukar dan suku bunga. Karena karakteristik nasabah yang lebih tahan akan terjadinya depresiasi nilai tukar serta praktek manajemen yang lebih baik, respon bank asing terhadap terjadinya *shock* makroekonomi menjadi lebih kecil (lebih stabil) dibandingkan dengan respon bank domestik. Hasil IRF mereka pun menunjukkan bahwa peningkatan suku bunga dan depresiasi nilai tukar ternyata menghasilkan penurunan yang lebih besar pada modal bank domestik dibandingkan dengan bank asing, sehingga penurunan suplai kredit bank domestik menjadi lebih besar dari bank asing.

I.4.b. Pengaruh Kebijakan Moneter Terhadap Penyesuaian di Pasar Kredit

Terdapat beberapa metode yang dapat digunakan untuk membentuk persamaan pasar kredit. Agung et. al (2002) membentuk persamaan pasar kredit secara spesifik ke dalam dua bagian yaitu pasar kredit modal kerja dan pasar kredit investasi. Dengan menggunakan metode VECM serta data yang terdiri atas kredit modal kerja, kredit investasi, suku bunga pinjaman, suku bunga deposito, dan GDP, mereka memperoleh hasil lebih responsifnya sisi penawaran di pasar kredit. Brissimis dan Magginas (2003), juga menggunakan metode VECM untuk membentuk persamaan pasar kredit. Dalam penelitiannya Brissimis dan Magginas menggunakan selisih suku bunga kredit perbankan dengan suku bunga obligasi sebagai variabel suku bunga kredit, sementara Agung et. al (2002) menggunakan selisih suku bunga kredit dengan suku bunga deposito sebagai variabel suku bunga kredit.

Holtemoller (2002) menggunakan IRF VAR suku bunga kredit dan kredit terhadap perubahan variabel moneter untuk melihat responsivitas pasar kredit terhadap perubahan kebijakan moneter. Ia menyatakan bahwa, penurunan kuantitas kredit yang ditemani oleh peningkatan pada suku bunga kredit setelah terjadinya *shock* kebijakan moneter, mengindikasikan terdapatnya pengaruh kebijakan moneter pada sisi penawaran pasar kredit. Namun jika penurunan kuantitas kredit tersebut justru ditemani oleh penurunan suku bunga kredit setelah terjadinya *shock* kebijakan moneter, mengindikasikan pengaruh kebijakan moneter pada sisi permintaan pasar kredit. Dengan metode pengambilan keputusan yang sama, Hulsewig et al. (2001) menggunakan metode *cointegrated* VAR (VECM) untuk mengidentifikasi permintaan dan penawaran di pasar kredit.

I.4.c. Jalur Kredit Perbankan (*Bank Lending Channel*)

Penggunaan indikator kondisi eksternal perekonomian ke dalam sistem VAR jalur kredit telah digunakan dalam beberapa penelitian terdahulu. Holtemoller (2002), menyarankan penggunaan pengaruh kondisi eksternal perekonomian ke dalam fungsi reaksi sebagai komponen pertama urutan variabel. Mengikuti penelitian Lutkepohl dan Wolters (2001) ia menggunakan indeks harga impor sebagai indikator kondisi eksternal perekonomian. Sementara Azis dan Thorbecke (2002) menggunakan nilai tukar sebagai indikator eksternal.

I.4.d. Jalur Kredit Luas (*Broad Credit Channel*)

Holtemoller (2002) menyatakan bahwa di dalam mengidentifikasi jalur kredit yang potensial, peneliti perlu memperluas lingkup penelitiannya. Selain melihat pengaruh perubahan variabel moneter pada suku bunga kredit dan kuantitas kredit, peneliti juga perlu melihat pengaruh variabel moneter pada selisih berbagai alternatif biaya sumber pendanaannya, yang pada akhirnya berpengaruh pada permintaan kredit.

II. DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN

Adapun data dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini digambarkan dalam tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1. Data dan Sumber Data

Variabel	Data	Frekuensi	Sumber
ER	Kurs tengah rp/us \$	Bulanan	BI
SBI	Suku bunga sbi 1 bulan	Bulanan	BI
CAP	Modl bank umum	Bulanan	BI

Tabel 1. (lanjutan)

Variabel	Data	Frekuensi	Sumber
rKI	Suku bunga kredit investasi	Bulanan	BI
Cr	Total kredit bank umum	Bulanan	BI
GDP ²	PDB konstan 1993	Kuartalan	BI
DEP	Total giro, simpanan, dan tabungan berjangka denominasi rupiah dan valas	Bulanan	BI
rC	Selisih suku bunga kredit investasi dengan suku bunga deposito 3 bulan bank umum	Bulanan	BI
EFP	Selisih suku bunga kredit dengan suku bunga SBI 3 bulan	Bulanan	BI

Sistem VAR akan digunakan untuk menguji seluruh hipotesa penelitian. Kerancuan endogenitas nilai tukar dan suku bunga SBI, serta ketidakmampuan teori untuk menspesifikasikan bentuk sistem persamaan secara tepat menjadi alasan bagi penggunaan metode ini. Tahapan pembentukan sistem VAR meliputi pertama, uji stasioneritas data; kedua, penentuan selang optimal (*optimal lag*); ketiga, pengujian hubungan kointegrasi; keempat, pengujian stabilitas model VAR; kelima, penentuan urutan variabel (*ordering*).

Pembahasan analisa VAR lebih banyak ditekankan kepada dua hal, yaitu *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VED). IRF melacak efek perubahan satu standar deviasi dari salah satu inovasi yang tersedia terhadap nilai sekarang dan masa depan sebuah variabel endogen. *Forecast error variance decomposition* (FVED) menjelaskan proporsi pergerakan suatu variabel akibat *shock* dari variabel itu sendiri relatif terhadap dampaknya kepada pergerakan variabel lain, secara berurutan.

Selain sistem VAR, juga akan dibentuk persamaan kointegrasi bagi persamaan permintaan dan penawaran kredit guna memperoleh informasi yang lebih lengkap akan tingkat responsivitas sisi permintaan dan penawaran kredit terhadap perubahan variabel kebijakan moneter.

III. HASIL DAN PEMBAHASAN

III. 1. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Aliran Kredit

Dekomposisi varians kredit menunjukkan bahwa variabel kredit dipengaruhi oleh pergerakan nilainya di masa lalu dan pergerakan nilai tukar. Dari IRF kredit terhadap shock perubahan nilai tukar dan suku bunga SBI diperoleh informasi bahwa ternyata nilai tukar memiliki pengaruh yang lebih kuat dibandingkan dengan variabel kebijakan moneter (SBI).

Tabel 2. Dekomposisi Varians Variabel Kredit

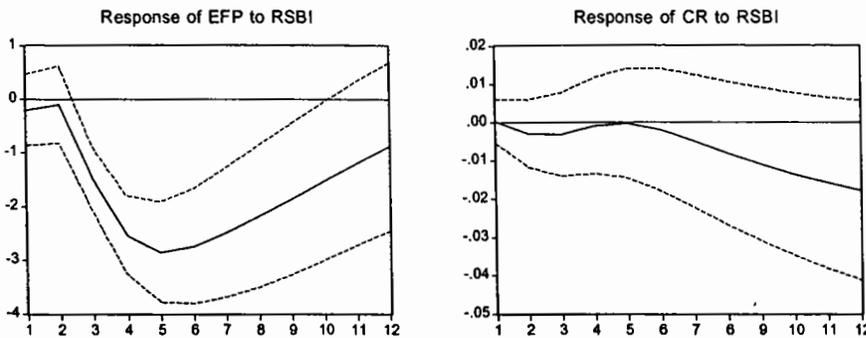
Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	RKI	CR
1	0.041861	60.57701	0.118012	0.314179	0.604145	38.38666
2	0.058277	49.02569	3.696172	0.230428	7.832068	39.21565
3	0.067621	40.31565	2.699811	1.051907	11.68397	44.24867
4	0.074826	28.96998	5.127431	2.960455	11.31365	51.62848
5	0.080215	24.75942	4.521312	4.082026	10.14685	56.49039
6	0.085915	27.50688	4.092412	3.954402	9.278290	55.16801
7	0.090537	32.32363	3.535385	4.532045	10.32296	49.28598
8	0.093384	35.27647	3.314337	4.533884	10.01887	46.85644
9	0.095650	37.14177	3.479424	4.207689	9.294682	45.87643

² Data bulanan diperoleh dari interpolasi data kuartalan dengan metode *quadratic match sum*.

diikuti respon positif EFP dan rC atas perubahan SBI dapat disimpulkan sebagai lebih responsifnya sektor riil atas perubahan SBI atau kebijakan moneter dibandingkan sektor perbankan. Maka dapat dinyatakan kebijakan moneter moneter ternyata lebih mempengaruhi sisi permintaan kredit dibandingkan dengan sisi penawaran kredit.

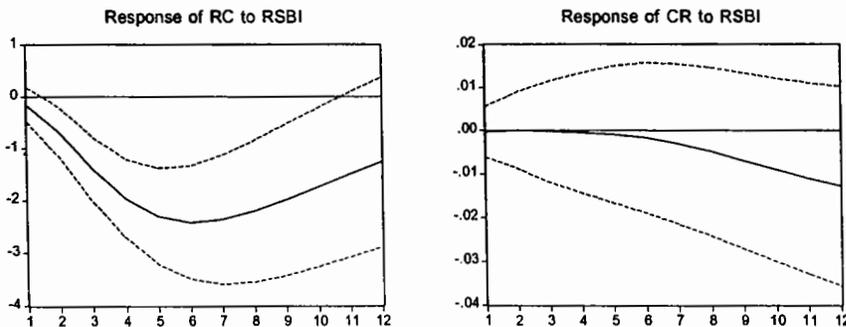
Gambar 3. EFP Sebagai Suku Bunga Kredit

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Gambar 4. rC Sebagai Suku Bunga Kredit

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



III.2.c. Mekanisme Transmisi Jalur Kredit Perbankan

Dekomposisi varians SBI menunjukkan bahwa selain dipengaruhi oleh pergerakannya sendiri, pergerakan SBI juga dipengaruhi oleh nilai tukar dan tingkat harga.

Tabel 3. Dekomposisi Varians SBI

Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	RKI	CR	GDP	P
1	0.053588	0.208385	99.79161	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.073901	13.21615	80.29023	0.072702	0.185373	0.222490	0.899161	5.113897
3	0.088101	24.75517	61.21806	0.201415	0.670892	0.429486	1.663122	11.06186
4	0.098831	31.58643	48.40785	0.358959	1.329311	0.543434	2.001063	15.77296
5	0.107172	35.14173	40.24059	0.537692	2.067939	0.591540	2.049778	19.37073
6	0.113734	36.75602	34.92129	0.734181	2.842187	0.602859	1.944309	22.19915

Tabel 3. (lanjutan)

Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	RKI	CR	GDP	P
7	0.118924	37.23298	31.33237	0.944800	3.630897	0.595682	1.772449	24.49082
8	0.123037	37.03662	28.82535	1.165304	4.422741	0.580519	1.589473	26.37999
9	0.126303	36.44428	27.01805	1.391133	5.210132	0.563222	1.431163	27.94202
10	0.128902	35.63078	25.67699	1.617728	5.986530	0.546917	1.321158	29.21990
11	0.130977	34.71208	24.65411	1.840759	6.745287	0.533144	1.274783	30.23984
12	0.132645	33.76831	23.85229	2.056277	7.479255	0.522546	1.301018	31.02030

Cholesky Ordering: ER RSBI CAP RKI CR GDP P

Dekomposisi varians suku bunga kredit menunjukkan bahwa selain pergerakan suku bunga kredit itu sendiri, pergerakan suku bunga kredit juga dipengaruhi oleh nilai tukar, suku bunga SBI, dan tingkat harga.

Tabel 4. Dekomposisi Varians Suku Bunga Kredit

Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	RKI	CR	GDP	P
1	0.053588	0.002522	4.701462	2.825601	92.47042	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.073901	0.328555	7.885680	4.923116	85.63886	0.391814	0.789269	0.042711
3	0.088101	1.675956	11.03600	6.345147	77.02250	1.101063	2.370477	0.448858
4	0.098831	4.222053	13.66707	6.840880	67.61922	1.868095	4.232062	1.550627
5	0.107172	7.515199	15.57694	6.608321	58.50686	2.503989	5.896493	3.392190
6	0.113734	10.90975	16.81007	5.993732	50.45763	2.938475	7.116471	5.773875
7	0.118924	13.92594	17.52516	5.281382	43.79775	3.185058	7.857307	8.427399
8	0.123037	16.33597	17.88936	4.635969	38.52068	3.290402	8.196268	11.13134
9	0.126303	18.09871	18.03330	4.126868	34.45609	3.302854	8.241529	13.74065
10	0.128902	19.27250	18.04551	3.767791	31.38766	3.260616	8.092504	16.17341
11	0.130977	19.95464	17.98142	3.546166	29.11076	3.190309	7.827753	18.38895
12	0.132645	20.24908	17.87391	3.439861	27.45241	3.109142	7.505200	20.37041

Cholesky Ordering: ER RSBI CAP RKI CR GDP P

Dekomposisi varians kredit menunjukkan bahwa selain pergerakan kredit itu sendiri, pergerakan kredit juga banyak dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar dan suku bunga kredit. Respon kredit terhadap suku bunga kredit dapat dipahami karena kaitan keduanya memang erat secara teoritis. Di lain pihak pengaruh langsung nilai tukar pada pergerakan kredit merupakan cerminan akan besarnya peranan dana valas di dalam penyediaan dana kredit domestik.

Tabel 5. Dekomposisi Varians Kredit

Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	RKI	CR	GDP	P
1	0.053588	57.86151	0.070657	0.026579	0.424291	41.61696	0.000000	0.000000
2	0.073901	53.97386	0.041228	0.125627	3.599142	42.25086	0.006859	0.002424
3	0.088101	50.63592	0.043269	0.563478	7.115864	41.62743	0.010348	0.003685
4	0.098831	47.76235	0.040681	1.332923	10.33912	40.49526	0.008773	0.020897
5	0.107172	45.17679	0.033100	2.372419	13.15288	39.20509	0.008047	0.051679
6	0.113734	42.75320	0.032008	3.608796	15.58735	37.91846	0.017423	0.082764
7	0.118924	40.42435	0.052176	4.973953	17.69638	36.70426	0.046840	0.102040
8	0.123037	38.16517	0.108778	6.408897	19.52298	35.58392	0.105262	0.104989
9	0.126303	35.97692	0.216267	7.862961	21.09327	34.55426	0.199582	0.096748
10	0.128902	33.87591	0.387621	9.291976	22.41917	33.59974	0.333853	0.091729
11	0.130977	31.88591	0.633566	10.65692	23.50322	32.69969	0.508799	0.111897
12	0.132645	30.03260	0.961711	11.92352	24.34359	31.83275	0.721611	0.184217

Cholesky Ordering: ER RSBI CAP RKI CR GDP P

Dekomposisi varians tingkat harga menunjukkan, selain dipengaruhi pergerakannya sendiri, pergerakan tingkat harga juga oleh pergerakan GDP. Walau tidak sebesar GDP, nilai tukar dan suku bunga kredit juga mempengaruhi pergerakan tingkat harga. Pengaruh GDP dan suku bunga kredit menggambarkan pengaruh kondisi perekonomian domestik

terhadap perubahan tingkat harga. Sementara nilai tukar menggambarkan pengaruh kondisi perekonomian eksternal terhadap perubahan tingkat harga.

Tabel 6. Dekomposisi Varians Tingkat Harga

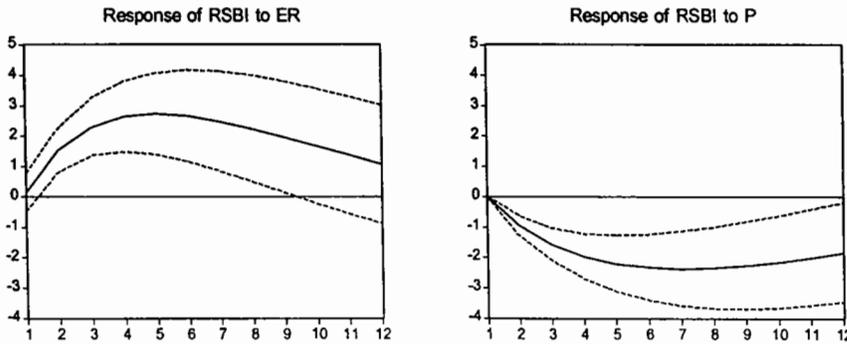
Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	RKI	CR	GDP	P
1	0.053588	0.075733	1.530399	0.144594	1.292070	1.950702	37.96574	57.04076
2	0.073901	2.852169	1.708829	0.467458	3.823514	1.504647	42.20229	47.44109
3	0.088101	6.382382	1.656183	0.761596	5.918357	1.136203	44.81250	39.33278
4	0.098831	9.706136	1.494753	0.985633	7.442220	0.888287	46.49163	32.99134
5	0.107172	12.52764	1.305880	1.137971	8.528532	0.770195	47.58712	28.14266
6	0.113734	14.80222	1.135714	1.227306	9.319990	0.780150	48.26908	24.46554
7	0.118924	16.56878	1.008511	1.264299	9.919366	0.911452	48.62834	21.69925
8	0.123037	17.88993	0.935886	1.259841	10.39290	1.153944	48.72086	19.64663
9	0.126303	18.83144	0.922239	1.224853	10.78138	1.494551	48.58673	18.15881
10	0.128902	19.45551	0.967826	1.170209	11.10915	1.917834	48.25837	17.12110
11	0.130977	19.81866	1.070497	1.106508	11.39029	2.406687	47.76410	16.44325
12	0.132645	19.97119	1.226704	1.043703	11.63254	2.943139	47.12979	16.05294

Cholesky Ordering: ER RSBI CAP RKI CR GDP P

Dari IRF suku bunga SBI terhadap perubahan nilai tukar dan tingkat harga terlihat bahwa bank sentral lebih memprioritaskan dampak perubahan nilai tukar dibandingkan tingkat harga di dalam menentukan tingkat suku bunga SBI.

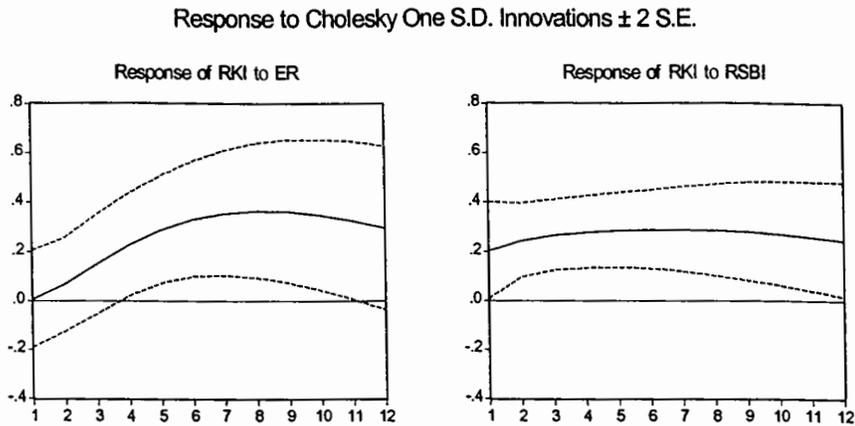
Gambar 5. Respon Kebijakan Moneter Terhadap Perubahan Nilai Tukar dan Harga

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



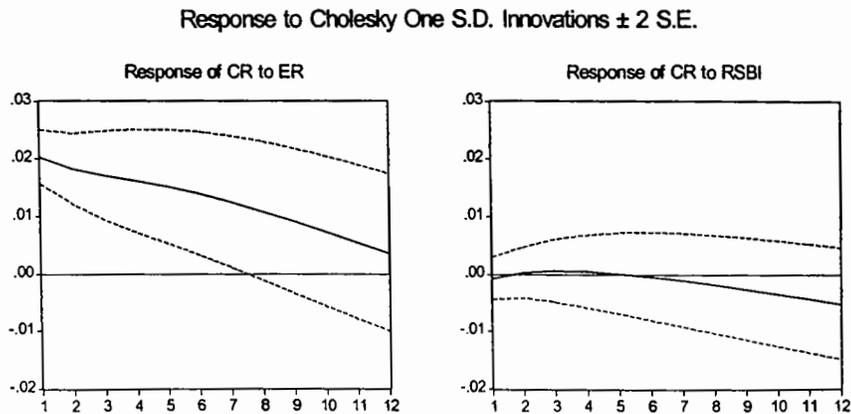
Dari IRF suku bunga kredit terhadap depresiasi nilai tukar dan peningkatan suku bunga SBI, terlihat bahwa pengaruh bank sentral terhadap pergerakan suku bunga kredit ternyata sangat lemah. Sementara nilai tukar sendiri memiliki pengaruh yang kuat akan pergerakan suku bunga kredit.

Gambar 6. Respon Suku Bunga Kredit Terhadap Perubahan Nilai Tukar dan SBI

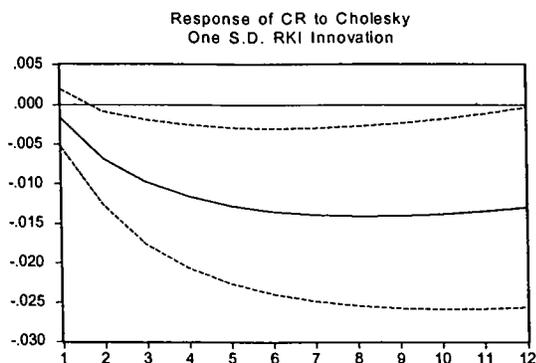


Dari IRF kredit terhadap perubahan suku bunga SBI dan nilai tukar terlihat bahwa, pengaruh SBI terhadap aliran kredit ternyata lebih kecil dari pengaruh nilai tukar.

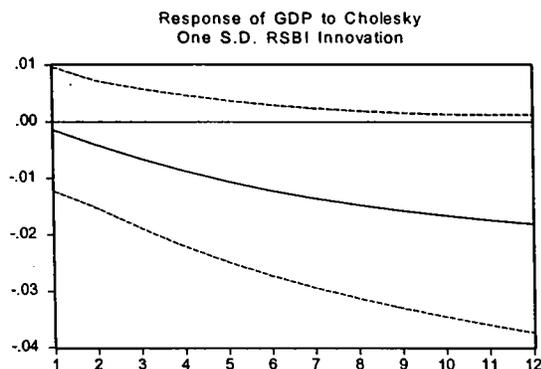
Gambar 7. Respon Kredit Terhadap Perubahan Nilai Tukar dan SBI



Dari IRF suku bunga kredit terhadap perubahan suku SBI diketahui bahwa suku bunga kredit dipengaruhi dengan sangat lemah oleh kebijakan moneter. Dari grafik terlihat bahwa kredit merespon secara negatif peningkatan suku bunga kredit. Dengan kata lain baik secara langsung (SBI) maupun tidak langsung (KI) kebijakan moneter tidak dapat mempengaruhi pergerakan aliran kredit domestik. Di lain pihak nilai tukar justru dapat mempengaruhi aliran kredit domestik.

Gambar 8. Respon Kredit Terhadap Perubahan Suku Bunga Kredit

Dari IRF GDP terhadap perubahan SBI terlihat bahwa suku SBI masih mampu mempengaruhi pergerakan GDP dengan baik. Peningkatan suku bunga SBI merupakan cerminan kebijakan kontraktif, dan kondisi ini direspon dengan baik oleh GDP sebagai indikator riil.

Gambar 9. Respon GDP Terhadap Perubahan Suku Bunga SBI

Dari penelitian mekanisme transmisi jalur kredit perbankan ini dapat diperoleh beberapa hasil yang penting. Pertama dengan tidak responsifnya suku bunga kredit dan kredit mencerminkan tidak bekerjanya mekanisme transmisi melalui jalur kredit perbankan. Kedua, tingkat harga secara domestik dipengaruhi oleh pergerakan GDP. Dengan masih responsifnya pergerakan GDP terhadap perubahan suku bunga SBI, mengindikasikan masih efektifnya kebijakan moneter. Ketiga, responsifnya suku bunga kredit dan kredit terhadap pergerakan nilai tukar, mengindikasikan begitu berperannya komponen kewajiban denominasi valas terhadap aspek permodalan perbankan. Dari kondisi tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan moneter masih secara efektif mempengaruhi kondisi riil perekonomian domestik, akan tetapi prosesnya tidak melalui jalur kredit perbankan.

III.2.d. Mekanisme Transmisi Jalur Kredit Luas

Dekomposisi varians suku bunga SBI menunjukkan bahwa selain pergerakannya sendiri, pergerakan suku bunga SBI juga dipengaruhi oleh aktivitas nilai tukar.

Tabel 7. Dekomposisi Varians Suku Bunga SBI

Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	EFP	CR	GDP	P
1	0.050985	7.202230	92.79777	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.073218	11.39410	84.59800	0.565591	0.249588	1.833665	1.084420	0.274634
3	0.083417	43.00792	47.99397	0.792624	0.164542	5.997124	1.447692	0.596130
4	0.091093	57.56991	31.95377	1.375938	0.351672	5.190998	2.402793	1.154926
5	0.097126	63.09615	23.98988	1.403848	2.247773	4.436847	3.171608	1.653899
6	0.104950	63.05022	19.98584	1.658470	6.181946	3.765607	3.354819	2.003096
7	0.111734	60.94188	17.54969	2.089548	10.37523	3.309571	3.373708	2.360373
8	0.116467	59.64713	15.84629	2.543655	12.92089	3.048582	3.297888	2.695565
9	0.119731	58.46057	15.11805	2.938178	14.05952	3.115052	3.269343	3.039291
10	0.122305	57.07966	15.09326	3.116575	14.73981	3.249115	3.327603	3.393974
11	0.124552	55.67183	15.28861	3.227123	15.31593	3.319526	3.444913	3.732061
12	0.126230	54.29822	15.67525	3.316107	15.74494	3.345620	3.589483	4.030381

Cholesky Ordering: ER RSBI CAP EFP CR GDP P

Dekomposisi varians EFP menunjukkan bahwa selain dipengaruhi pergerakannya sendiri, permintaan tambahan premium oleh pihak perbankan juga dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar dan SBI.

Tabel 8. Dekomposisi Varians EFP

Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	EFP	CR	GDP	P
1	0.050985	0.190997	1.835743	5.784645	92.18861	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.073218	1.071185	1.546629	4.605793	92.37262	0.258856	0.144711	0.000202
3	0.083417	4.405616	35.28496	2.630744	54.10168	3.427017	0.149866	0.000116
4	0.091093	3.643614	45.46394	2.080822	40.81487	7.831472	0.139801	0.025486
5	0.097126	23.21996	36.11628	1.657414	27.86563	10.76089	0.173386	0.206438
6	0.104950	39.31642	27.90799	2.094459	21.01381	8.575120	0.524838	0.567356
7	0.111734	43.92678	24.75881	2.071889	19.82311	7.609410	0.918528	0.891472
8	0.116467	45.19020	22.70447	2.081979	21.00725	6.936134	0.972492	1.107478
9	0.119731	45.47870	21.09520	2.362975	22.15336	6.495660	1.024883	1.389220
10	0.122305	46.79520	19.78000	2.543776	21.93834	6.150981	1.105140	1.686572
11	0.124552	47.50676	19.18286	2.619620	21.34784	6.158949	1.212795	1.971175
12	0.126230	46.96688	19.23491	2.589185	21.28776	6.295980	1.370496	2.254791

Cholesky Ordering: ER RSBI CAP EFP CR GDP P

Dekomposisi varians kredit menunjukkan bahwa selain dipengaruhi oleh pergerakannya sendiri, pergerakan kredit juga dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar dan modal bank.

Tabel 9. Dekomposisi Varians Kredit

Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	EFP	CR	GDP	P
1	0.050985	57.04178	2.174034	0.878396	0.384781	39.52101	0.000000	0.000000
2	0.073218	53.47004	1.632562	5.257552	0.218330	39.34737	0.043747	0.030400
3	0.083417	45.70738	1.240181	7.431211	3.767745	41.74711	0.043065	0.063308
4	0.091093	38.03798	1.337590	11.08161	9.645796	39.34557	0.498651	0.052803
5	0.097126	32.52829	1.108609	16.44040	13.14629	35.55910	1.172288	0.045021
6	0.104950	30.91137	0.994032	20.98801	13.50852	32.02727	1.526411	0.044380
7	0.111734	30.55834	1.067197	25.04837	12.64244	28.96300	1.667121	0.053523
8	0.116467	29.82451	1.291451	28.00770	11.88222	27.20849	1.713964	0.071660
9	0.119731	28.71140	1.392143	30.55874	11.24479	26.29235	1.711988	0.088596
10	0.122305	27.21911	1.621596	33.07528	10.67692	25.60583	1.705211	0.096052
11	0.124552	25.76545	1.978105	35.39910	10.12924	24.91008	1.722450	0.095568
12	0.126230	24.36385	2.368839	37.63983	9.613346	24.15918	1.764078	0.090867

Cholesky Ordering: ER RSBI CAP EFP CR GDP P

Dekomposisi varians tingkat harga menunjukkan peran kebijakan moneter yang kuat di dalam mempengaruhi tingkat harga domestik baik secara langsung (melalui SBI) maupun tidak langsung (GDP).

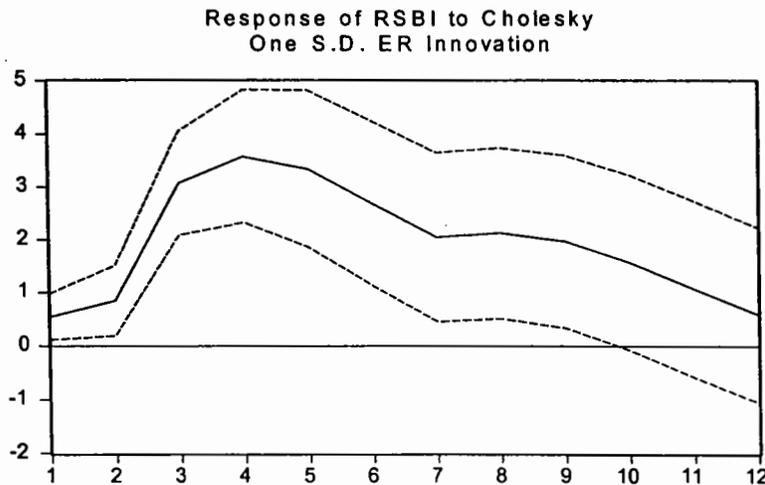
Tabel 10. Dekomposisi varians tingkat harga

Periode	S.E.	ER	RSBI	CAP	EFP	CR	GDP	P
1	0.050985	0.022140	6.112628	0.107599	3.002265	2.176506	40.84396	47.73490
2	0.073218	2.293118	11.80192	0.221604	4.115457	2.613174	61.10926	17.84547
3	0.083417	2.837569	10.48912	0.177978	3.238519	3.473003	73.60728	6.176529
4	0.091093	3.477389	14.67870	0.184010	4.865460	5.371942	64.81385	6.608650
5	0.097126	4.460178	17.78043	0.184680	5.982343	6.502808	59.17118	5.918383
6	0.104950	5.407614	20.39161	0.247912	5.780023	7.068776	55.80078	5.303281
7	0.111734	6.865743	21.82147	0.247645	5.612688	7.453693	52.64552	5.353241
8	0.116467	9.779209	22.21266	0.234520	5.365582	7.420788	49.85678	5.130470
9	0.119731	12.28384	21.94939	0.229735	5.167235	7.411957	48.02035	4.937485
10	0.122305	14.52701	21.38420	0.280071	5.043877	7.352625	46.61423	4.797986
11	0.124552	16.60404	20.75928	0.359947	4.982476	7.301992	45.33150	4.660755
12	0.126230	18.01221	20.36871	0.461540	4.986820	7.389167	44.21599	4.565572

Cholesky Ordering: ER RSBI CAP EFP CR GDP P

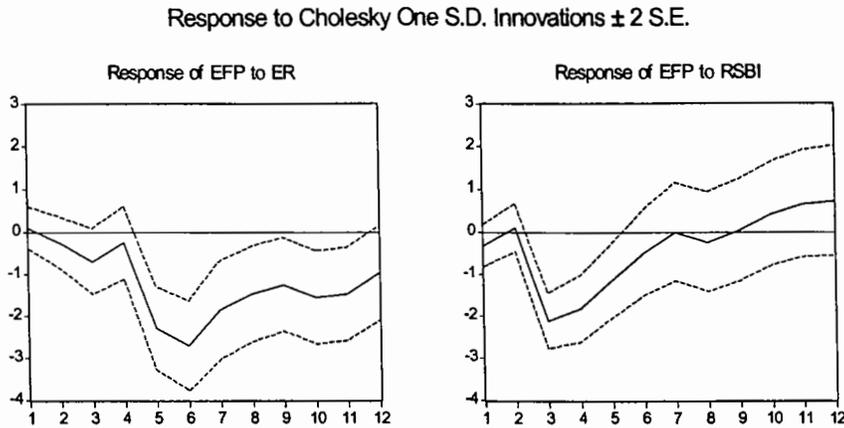
Tidak berbeda dengan IRF SBI di jalur kredit perbankan, pada jalur kredit luas pun, respon kebijakan moneter bank sentral hanya ditujukan untuk menahan laju nilai tukar hingga terbentuk kondisi “penerimaan” masyarakat akan terciptanya keseimbangan nilai tukar yang baru. Hal ini dapat dilihat dari respon kebijakan moneter kontraktif atas depresiasi nilai tukar yang hanya bertahan kurang lebih empat bulan.

Gambar 10. Respon Suku Bunga SBI Terhadap Pergerakan Nilai Tukar



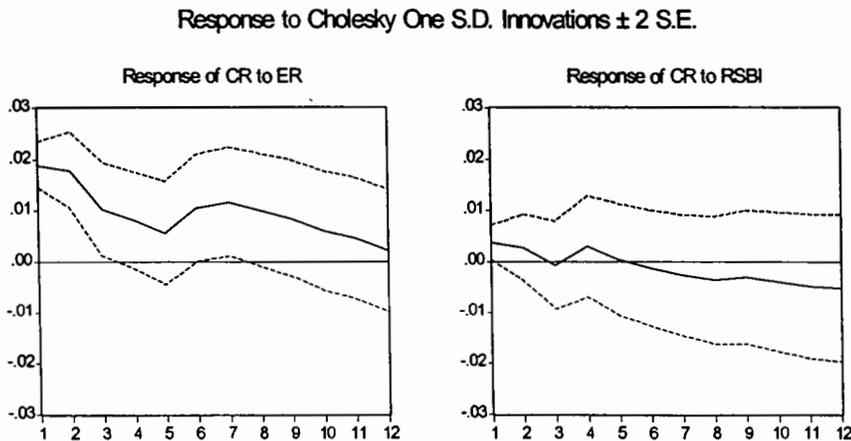
Dari IRF EFP terhadap perubahan SBI dan nilai tukar terlihat bahwa EFP lebih merespon pergerakan suku bunga SBI dibandingkan pergerakan nilai tukar. Hal ini menunjukkan lebih kuatnya pengaruh kebijakan moneter dibandingkan nilai tukar di dalam mempengaruhi EFP pada jalur kredit luas.

Gambar 11. Respon EFP Terhadap Pergerakan Nilai Tukar dan Suku Bunga SBI

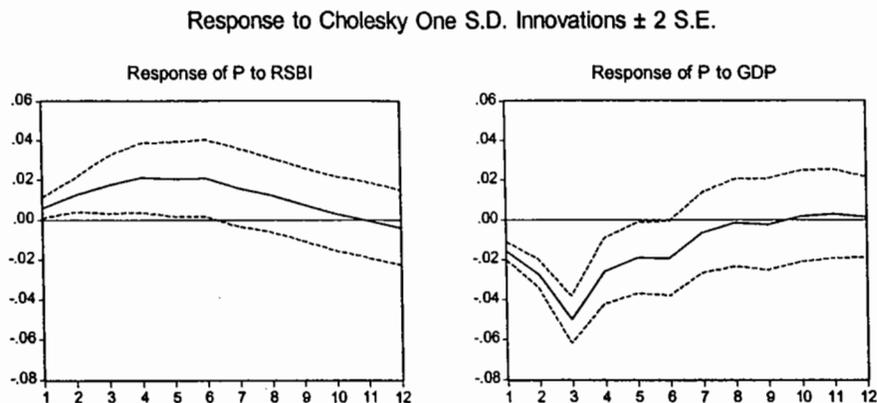


Dari IRF kredit terhadap perubahan SBI dan nilai tukar, terlihat bahwa kredit merespon negatif depresiasi nilai tukar dan peningkatan suku bunga SBI. Seperti pada jalur kredit perbankan, pengaruh nilai tukar di dalam mempengaruhi pergerakan kredit lebih besar daripada pengaruh suku bunga SBI.

Gambar 12. Respon Kredit Terhadap Perubahan Nilai Tukar dan Suku Bunga SBI



Respon tingkat harga terhadap perubahan suku bunga SBI menggambarkan dampak langsung kebijakan moneter terhadap tingkat harga, sementara respon tingkat harga terhadap perubahan GDP menggambarkan dampak tidak langsung dari kebijakan moneter. Dari IRF tingkat harga terhadap perubahan GDP terlihat bahwa peningkatan GDP direspon secara positif oleh tingkat harga. Maka jika terjadi penurunan GDP akibat peningkatan suku bunga SBI akan menyebabkan terjadinya penurunan tingkat harga semenjak bulan ketiga.

Gambar 13. Respon Tingkat Harga Terhadap Perubahan Suku Bunga SBI dan GDP

Dari IRF tingkat harga terhadap perubahan GDP dan nilai tukar terlihat bahwa dampak tidak langsung kebijakan moneter lebih efektif (lebih besar pengaruhnya) dalam pencapaian targetnya dibandingkan dampak langsung kebijakan moneter. Akan tetapi baik dampak langsung maupun tidak langsung kebijakan moneter tersebut membutuhkan selang waktu sebelum secara efektif memberikan hasil.

Dari hasil penelitian mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui jalur kredit luas diperoleh beberapa informasi penting. Pertama kebijakan moneter melalui jalur kredit luas efektif. Hal ini dapat dilihat dari cukup responsifnya pergerakan EFP, kredit, dan inflasi terhadap perubahan kebijakan moneter. Kedua, dari jalur ini pun tetap terbukti bahwa nilai tukar jauh lebih mempengaruhi pergerakan kredit dibandingkan kebijakan moneter. Hal ini mengindikasikan besarnya peranan komponen kewajiban denominasi valas dalam mempengaruhi aliran kredit domestik. Ketiga, dibutuhkan selang yang cukup panjang bagi kebijakan moneter untuk secara efektif mempengaruhi kondisi riil perekonomian

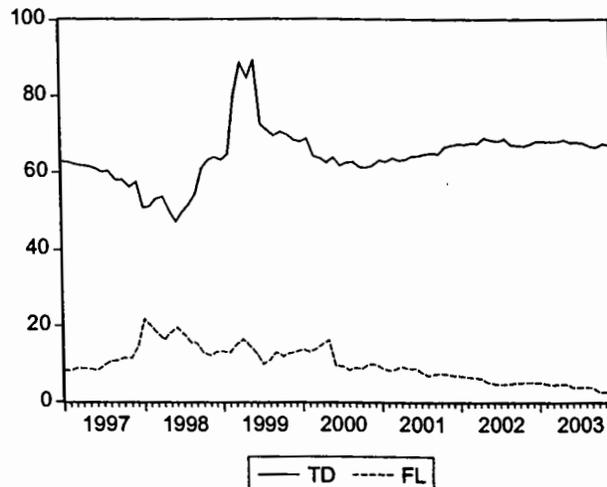
IV. IMPLIKASI HASIL PENELITIAN

IV.1. Pengaruh Nilai Tukar yang Signifikan Pada Perkembangan Aliran Kredit Domestik

Secara teoritis nilai tukar memiliki dampak langsung pada komponen kewajiban perbankan. Komponen kewajiban perbankan yang dipengaruhi secara langsung ada dua, pertama kewajiban luar negeri dan kedua adalah simpanan pihak ketiga yang bernominasi valuta asing.

TD adalah proporsi tabungan, simpanan dan deposito valas terhadap total kewajiban, sementara FL merupakan proporsi kewajiban luar negeri. Setelah mengalami peningkatan nilai akibat krisis mata uang di periode 1997 FL mengalami penurunan proporsi secara teratur. Keadaan ini mencerminkan masih sulitnya pihak perbankan untuk memperoleh akses dana dari luar negeri.

Gambar 14. Proporsi Komponen Deposito Valas dan Kewajiban Luar Negeri Perbankan



Sebaliknya perkembangan TD mengalami peningkatan semenjak terjadinya krisis mata uang di periode 1997. Nampaknya masyarakat melakukan konversi sebagian dana deposito rupiahnya ke dalam bentuk deposito valas guna mengurangi resiko depresiasi nilai tukar lebih lanjut. Azis (2001), Enoch et al. (2001), serta Azis dan Thorbecke menyebut keadaan ini sebagai fenomena *flight to quality*³ pihak deposan.

IV.2. Tidak Berjalannya Mekanisme Transmisi Jalur Kredit Perbankan

Keberhasilan mekanisme transmisi jalur kredit perbankan sangat terkait erat dengan kinerja intermediasi sektor perbankan. Perbankan sendiri mendapatkan pengaruh negatif yang cukup hebat akibat terjadinya krisis ekonomi di tahun 1997. Depresiasi nilai tukar yang signifikan dan respon kebijakan moneter yang sangat ketat mendorong terjadinya penurunan kredit yang signifikan kepada sektor riil.

Penyebab lambatnya pertumbuhan kredit dapat dilihat dari dua sisi. Dari sisi penawaran kredit, perlambatan pertumbuhan kredit dapat terjadi ketika bank enggan untuk memberikan tambahan kredit ke dalam perekonomian. Dari sisi permintaan kredit, perlambatan pertumbuhan kredit dapat terjadi sebagai akibat rendahnya permintaan kredit dunia usaha akibat pengaruh resesi perekonomian.

Agung et al. (2001) telah meneliti fenomena ini. Penelitiannya menyimpulkan bahwa lambatnya pertumbuhan kredit berasal dari sisi penawaran. Keengganan pihak perbankan dalam menyediakan dana kredit ini dikenal sebagai fenomena *credit crunch*.

³ Situasi dimana investor menjual atau mengurangi pembelian investasi yang kurang meyakinkan dan secara simultan membeli atau meningkatkan pembelian investasi yang paling meyakinkan. Macam bentuk fenomena ini dapat meliputi konversi deposito suatu bank, ke dalam bentuk deposito bank lain yang lebih baik kredibilitasnya atau deposito valas, konversi ke dalam utang pemerintah, atau konversi menjadi valas. Fenomena ini biasanya muncul setelah terjadinya kepanikan perbankan (peningkatan resiko kebangkrutan) atau terjadinya kekisruhan politik secara mendadak. Pada kasus Indonesia, kedua penyebab tersebut muncul secara bersamaan.

IV.3. Berjalannya Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Jalur Kredit Luas

Efektifnya kebijakan moneter melalui jalur ini serta responsifnya sisi permintaan kredit menunjukkan bahwa sektor usaha sebenarnya telah siap untuk kembali melakukan kegiatan bisnis usahanya.

Hasil penelitian Agung et al. yang memuat survei tentang kegiatan dunia usaha pun memberikan beberapa fakta yang menyatakan telah terjadinya peningkatan gairah aktivitas ekonomi di sektor riil.

V. KESIMPULAN

Dari hasil pengujian diatas diperoleh beberapa kesimpulan. *Pertama*, nilai tukar sangat berperan di dalam pergerakan dana aliran kredit domestik. Dari data portfolio perbankan dapat diketahui bahwa pengaruh nilai tukar terhadap aliran kredit bekerja melalui komponen kewajiban perbankan, yaitu deposito valas. *Kedua*, sisi permintaan kredit lebih responsif terhadap perubahan indikator keuangan domestik dan kebijakan moneter. *Ketiga*, kurang efektifnya mekanisme transmisi melalui jalur kredit perbankan. Hal ini terkait dengan keberadaan fenomena *credit crunch* yang mengganggu fungsi intermediasi perbankan, dan menghambat aliran kredit ke sektor riil. *Keempat*, efektifnya mekanisme transmisi melalui jalur kredit luas. Tidak seperti jalur kredit perbankan yang sangat bergantung pada performa intermediasi perbankan, jalur kredit luas lebih mementingkan keberhasilan proses transfer informasi kebijakan moneter kepada indikator keuangan domestik. Karena sektor riil saat ini sedang bergairah, maka mereka pun dapat merespon dengan baik perubahan indikator kebijakan moneter dan indikator keuangan. Alhasil, proses transmisi kebijakan moneter melalui jalur ini pun dapat berjalan dengan baik.

VI. SARAN

Pertama, pencapaian stabilitas nilai tukar, guna meningkatkan pengaruh kebijakan moneter terhadap aliran kredit dan lebih kondusifnya iklim usaha karena terjadinya penurunan tingkat resiko di dalam perekonomian. *Kedua*, lambatnya respon penawaran kredit mencerminkan belum sempurnanya performa intermediasi perbankan semenjak krisis. Pemberian informasi yang memadai tentang calon debitur dan informasi sektor yang prospektif oleh pemerintah dapat digunakan sebagai stimulus bagi perkembangan performa intermediasi ke arah yang lebih baik. *Ketiga*, pemanfaatan jalur kredit sebagai jalur mekanisme transmisi kebijakan moneter sebaiknya lebih diarahkan kepada jalur kredit luas, mengingat efektifitasnya lebih baik dari jalur kredit perbankan.

VII. KETERBATASAN STUDI

Pertama, penelitian ini tidak dapat menjelaskan besar pengaruh dan kontribusi masing-masing agen ekonomi di dalam penelitian. *Kedua*, penelitian ini tidak dapat secara mikro melihat respon individu perbankan dan perusahaan di dalam merespon perubahan nilai tukar. *Ketiga*, penggunaan kandidat variabel kebijakan moneter lain (suku bunga PUAB dan uang primer) dapat memungkinkan diperolehnya hasil penelitian yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Agung, Juda.** "Financial Deregulation & The Bank Lending Channel in Developing Countries Case of Indonesia." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 3, No. 1, 2000.
- Azis, Iwan J., Willem Thorbecke.** *Macroeconomic Shocks and Bank Lending in Indonesia*. Part of Research Project "Linking Firm and Bank Behaviour with Macroeconomics Shocks". ADB, 2002.
- Agung, Juda., Bambang Kusmiarso, Bambang Pramono, Erwin G. Hutapea, Andry Prasmuko, Nugroho Joko Prastowo.** *Credit Crunch di Indonesia Setelah Krisis: Fakta, Penyebab, dan Implikasi Kebijakan*. Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter Bank Indonesia, 2001.
- Bernanke, Ben S., Alan S. Blinder.** "Credit, Money, and Agregat Demand." *American Economic Review*, 1988.
- Bernanke, Ben, Mark Gertler, and Simon Gilchrist.** "The Financial Accelerator and the Flight to Quality." *Review of Economics and Statistics* No. 78, February 1996, hal. 1-15.
- Binhadi.** 1995. *Financial Sector Deregulation Banking Development and Monetary Policy*. IBI.
- Brissimis, Sophocles N., Nicholas S. Magginas.** "Changes in Financial Structure and Asset Price Substitutability: A Test of The Bank Lending Channel." Bank of Greece Working Papers, 2003.
- Doan, Thomas.** *RATS User's Manual*. Evanston, III: Estima, 1992.
- Enders, Walter.** *Applied Econometric Time Series*. John Wiley & Sons Inc. 1st eds., 1995
- Enoch, Charles., Barbara Baldwin, Olivier Frecaut, and Arto Kovanen.** "Indonesia: Anatomy of Banking Crisis Two Years of Living Dangerously, 1997-1999." *IMF Working Paper*, 2001.
- Gujarati, Damodar.** *Basic Econometrics*. McGraw-Hill, 2003.
- Harris, Richard.** *Using Cointegration Analysis in Econometric Modelling*. Prentice Hall. 1st eds., 1995.
- Holtemoller, Oliver.** *Identifying a Credit Channel of Monetary Policy Transmission and Empirical Evidence for Germany*. Humboldt-Universita zu Berlin, 2002.
- Hulsewig, Oliver.** "Bank Behaviour, Interest Rate Targeting and Monetary Policy Transmission." *Wurzburg Economic Papers*, 2003.
- Johnston, Jack, John Dinardo.** *Econometric Methods*. McGraw-Hill. 4th eds., 1997.
- Krugman, Paul.** "Analytical Afterthouhgts on the Asian Crisis." Working Papers, Princeton University, 1999.
- Krugman, Paul.** *Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. In International Finance and Financial Crises, Essays in Honor of Robert P. Flood, Jr.*, edited by Isard, P., Razin, A. And Rose, A. Dordrecht Kluwer, 2001.
- Mishkin, F.** *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Addison Wesley. 6th eds., 2000.
- Nasution, Anwar.** "Berbagai Pergeseran Dalam Sistem dan Krisis Perbankan Paska Deregulasi."

- Nasution, Anwar.** "The Banking System & Monetary Aggregates Following Financial Sector Reforms." *UNU/WIDER Research for Action* No. 27, 1996.
- Nasution, Anwar.** "Recent Issues in The Management of Macroeconomic Policies in Indonesia."
- Rahardjo, Dawam .dkk.** *Bank Indonesia dalam Kilasan Sejarah Bangsa*. LP3ES, 1995.
- Rajan, Ramkishen S., Iman Sugema.** "Capital Flows, Credit Transmission and the Currency Crisis in Southeast Asia." *Visiting Researchers Series* No. 9, 2000.
- Sims, Christopher.** "Macroeconomics and Reality." *Econometrica* No. 48 Jan. 1980, 1-49
- Sundararajan, Lazaros Molho.** "Financial Reform & Monetary Control in Indonesia." IMF Working Papers, 1988.
- Sugiarto, Agus.** "Menengok Kembali Intermediasi di Sektor Keuangan." Artikel harian *Kompas*, 24 Juli 2003.
- Warjiyo, Perry, Doddy Zulverdi.** "Penggunaan Suku Bunga sebagai Sasaran Operasional Kebijakan Moneter di Indonesia." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1, 1998.
- Wibowo, Y. Santoso, dan Gunawan.** "Dampak Disintermediasi Kegiatan Bank Terhadap Efektivitas Kebijakan Moneter." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1, 1998.