

## Analisis Kausalitas antara Sektor Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia

### *The Causality Analysis between Financial Sector and Economic Growth in Indonesia*

Ghozali Maski\*

*Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya*

**Abstract.** The economic growth of the country is inseparable from the development of its financial sector. Therefore, this research attempted to prove the existence of causality between financial sector and economic growth in Indonesia using data between Q1 of 1996 to Q4 of 2006. The variables used as proxy for financial sector are monetization, private credit, total deposits, stock market capitalism, and stock market value traded—while the real GDP is used as a proxy for economic growth. This research aims to determine which variable is the most dominant influence in the shock given in causality result. This research methodology used Vector Error Correction Model (VECM) and Granger causality. VECM is used to find out the dominant variable that gave shock, while Granger causality is used to detect the causality between variables. Granger causality test shows the existence of one way causality between real GDP and private credit, total deposit, and stock market value traded. These causalities come from three sources. First, from real GDP to private credit; second, from real GDP to stock market value traded; and the last, from total deposit to real GDP. Meanwhile, VECM test shows the result that the economic growth can be a boosting factor for Indonesian financial sector growth. Moreover, the dominant variable in creating shock on economic growth is stock market value traded. The Granger causality estimation shows that there are one-way causalities between real GDP and private credit, total deposit, and stock market value traded.

*Key words: monetization, private credit, total deposits, real GDP, stock market value traded*

*JEL classifications: E00, E44, E50*

#### **PENDAHULUAN**

Tujuan akhir dari suatu kebijakan makroekonomi adalah untuk menciptakan kesejahteraan sosial masyarakat, yang salah satunya melalui perwujudan pertumbuhan ekonomi yang tinggi, merata dan sekaligus berkesinambungan. Begitu pentingnya pertumbuhan ekonomi dalam kehidupan sehari-hari, banyak ekonom yang mencurahkan perhatiannya pada pengembangan model pertumbuhan agar dapat mengungkap dan memahami berbagai faktor yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi itu sendiri.

Pertumbuhan ekonomi sendiri biasanya dikaitkan dengan ketersediaan tenaga kerja, modal, dan investasi. Hal ini disebabkan karena ketersediaan modal maupun investasi secara langsung akan berpengaruh terhadap kegiatan ekonomi serta barang atau jasa yang dihasilkan. Dinamika kegiatan ekonomi, akan berpengaruh terhadap naik turunnya jumlah pendapatan nasional, yang dengan sendirinya akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi.

Banyak studi telah dilakukan untuk mengkaji keterkaitan antara sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi. Hal ini dilandasi oleh pandangan bahwa sektor keuangan memi-

\*Alamat korespondensi: Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Jalan Mayjen Haryono 165, Malang, Indonesia, 65145. Email: ghozalimaski@gmail.com.

liki peran yang sangat penting dalam membantu menciptakan pertumbuhan ekonomi suatu negara, baik melalui peningkatan jumlah tabungan masyarakat, kuantitas akumulasi modal yang tersedia, maupun melalui perbaikan efisiensi penggunaan modal lewat pengembangan pasar keuangan domestik. Selain itu, sektor keuangan juga menyediakan berbagai instrumen keuangan dengan kualitas tinggi dan resiko rendah. Hal ini akan menambah gairah investasi dan akhirnya mempercepat pertumbuhan ekonomi. Di lain pihak, asimetri informasi seperti tingginya biaya transaksi dan biaya informasi dalam pasar keuangan dapat diminimalisasi (Levine, 1997).

Lebih lanjut, dalam lingkup kebijakan makroekonomi, sektor keuangan menjadi alat transmisi kebijakan moneter. Dengan demikian *shock* yang dialami sektor keuangan juga mempengaruhi efektivitas kebijakan moneter. Beberapa contoh dampak yang dihasilkan oleh *shock* sektor keuangan terhadap transmisi kebijakan moneter adalah adanya gejala monetisasi dalam bentuk inovasi produk keuangan yang menyebabkan definisi, cakupan, dan perilaku jumlah uang beredar mengalami perubahan. Hal ini dapat menciptakan ketidakstabilan hubungan antara harga (inflasi), uang beredar, dan juga mengurangi kemampuan bank sentral dalam mengendalikan besaran moneter.

Studi Kaminsky dan Reinhart (1999) menunjukkan keterkaitan antara krisis keuangan dengan krisis ekonomi. Krisis keuangan acapkali didahului oleh masalah dalam sektor perbankan yang kemudian menyebabkan krisis mata uang. Krisis mata uang, di lain sisi, juga memperburuk krisis yang terjadi pada sektor perbankan. Keduanya membentuk semacam lingkaran setan dalam perekonomian yang pada akhirnya akan lebih memperparah kesehatan sektor riil.

Studi-studi yang telah dilakukan selama ini lebih banyak memfokuskan pada pengaruh sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi, dan bukan sebaliknya. Padahal dalam kenyataannya, bisa jadi pertumbuhan ekonomi yang mempengaruhi sektor keuangan. Dengan demikian, arah keterkaitan antara sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi juga penting untuk diketahui, karena hal tersebut akan memberikan implikasi yang berbeda terhadap kebijakan yang hendak diimplementasikan.

Arah keterkaitan antara sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi dapat dijelaskan dalam dua hipotesis, yaitu *supply-leading* dan *demand-following*, seperti yang telah dikemukakan oleh Patrick (1966). Hipotesis *supply-leading* mengedepankan arah hubungan dari perkembangan sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi, yang berarti bahwa pembangunan institusi dan pasar keuangan akan meningkatkan penawaran jasa keuangan yang akan mengarah pada pertumbuhan ekonomi riil<sup>1</sup>. Sedangkan hipotesis *demand-following* menyatakan adanya arah hubungan dari pertumbuhan ekonomi terhadap perkembangan sektor keuangan. Dalam kerangka ini, kenaikan permintaan terhadap jasa keuangan akan mendorong terjadinya peningkatan pada sektor keuangan ketika perekonomian riil tumbuh<sup>2</sup>.

Sedangkan Graff (2001) dalam Inggrid (2006) membagi hubungan kausalitas antara perkembangan sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi menjadi empat kemungkinan, yaitu: (i) perkembangan sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi tidak saling terkait; (ii) pertumbuhan ekonomi menyebabkan perkembangan sektor keuangan; (iii) sektor keuangan menjadi mesin pertumbuhan ekonomi serta perkembangan sektor keuangan; (iv) sektor keuangan dalam jangka pendek justru menghambat perkembangan sektor riil.

<sup>1</sup>Lihat misalnya King dan Levine (1993); Neusser dan Kugler (1998); serta Levine, Loayza, dan Beck (2000).

<sup>2</sup>Lihat misalnya: Goldsmith (1969), Gurley dan Shaw (1967), juga Jung (1986).

Studi mengenai arah keterkaitan antara sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi yang dilakukan oleh Calderon dan Liu (2002) pada 109 negara maju dan berkembang dengan menggunakan data dari tahun 1960 hingga 1994, menemukan adanya hubungan kausalitas dua arah antara sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan studi yang dilakukan Unalmis (2002) di Turki menemukan bahwa dalam jangka pendek arah kausalitas tersebut adalah dari sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi, dan dalam jangka panjang terjadi kausalitas dua arah. Sementara itu, di Indonesia sendiri telah dilakukan penelitian dengan menggunakan uji kausalitas Granger selama periode 1968-1990 dengan variabel *real gross national product* sebagai *proxy* pertumbuhan ekonomi dan rasio uang kartal, variabel monetisasi, tingkat bunga riil, dan rasio tabungan nasional terhadap *gross national product*.

Bukti empiris menunjukkan adanya hubungan kausalitas satu arah antara pertumbuhan ekonomi dengan rasio monetisasi, tingkat bunga riil, dan tabungan. Arah kausalitas yang pertama berasal dari *real gross national product* menuju variabel monetisasi, sedangkan arah kausalitas kedua berasal dari *real gross national product* menuju tingkat bunga riil, serta arah kausalitas ketiga berasal dari rasio tabungan nasional menuju *real gross national product*. Hubungan kausalitas dua arah ditemukan untuk rasio uang kartal dan *real gross national product*. Dengan kata lain, Indonesia nampaknya mendukung hipotesis *demand-following (growth led finance)* yaitu tumbuhnya lembaga keuangan modern, beserta terciptanya kekayaan dan utang mereka, serta jasa keuangan yang berkaitan, merupakan tanggapan atas permintaan terhadap jasa-jasa keuangan dari investor dan penabung di sektor riil.

Namun pada penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Ingrid (2006) tahun 1992-2004 untuk kasus Indonesia, ditemukan hasil yang berbeda dari hasil penelitian sebelumnya; pada penelitian ini dihasilkan bahwa Indonesia telah mendukung hipotesis *supply-leading (finance led growth)* yaitu sektor keuangan merupakan mesin bagi pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Hasil uji kausalitas Granger membuktikan terdapatnya *bi-directional causality* antara *output* riil dan volume kredit di Indonesia. Sedangkan variabel *spread* sebagai *proxy* perkembangan sektor keuangan, menghasilkan kausalitas satu arah yang berasal dari *spread* menuju *output* riil.

Lebih lanjut, dengan adanya temuan-temuan di atas, studi ini akan berupaya untuk melihat bagaimana arah hubungan kausalitas antara sektor keuangan dengan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya, permasalahan yang akan diangkat pada penelitian ini antara lain: apakah terdapat hubungan kausalitas antara sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi di Indonesia? Variabel manakah yang paling dominan berpengaruh memberikan *shock* dalam hubungan kausalitas di atas?

#### **METODE PENELITIAN**

Pandangan kaum neo-liberal, yang sering disebut dengan *the development hypothesis*, mengatakan bahwa pembangunan sektor keuangan berperan penting dalam pertumbuhan ekonomi. Pada dasawarsa 1980-an, ketika liberalisasi finansial menyebar ke seluruh dunia, peranan sektor keuangan seakan tidak dipertentangkan lagi. Menurut Patrick (1966) terdapat dua kemungkinan hubungan kausalitas antara pembangunan sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi, yaitu: (i) *demand-following*, bahwa rendahnya pertumbuhan sektor keuangan adalah manifestasi kurangnya permintaan akan jasa finansial, ataukah (ii) *supply-leading*, bahwa sektor keuangan mendahului dan mendorong pertumbuhan sektor riil.

*Demand-following* adalah fenomena ketika pembentukan institusi finansial modern, aset dan liabilitas, dan berbagai jasa keuangan adalah sebagai respon dari meningkatnya permintaan jasa keuangan oleh para investor dan penabung dalam sektor riil. Hal tersebut akan meningkatkan pertumbuhan sektor keuangan. Pada saat perekonomian riil tumbuh maka permintaan akan jasa keuangan juga akan bertambah, dengan semakin banyaknya jasa keuangan yang digunakan maka perkembangan sektor keuangan juga akan menjadi positif.

Pendekatan *demand-following* mengindikasikan bahwa sektor keuangan masih berperan secara pasif dalam proses pertumbuhan ekonomi. Pada negara berkembang, peningkatan permintaan jasa keuangan karena tumbuhnya sektor riil seringkali tidak berjalan dengan mudah. Hal ini diakibatkan oleh adanya mekanisme pasar yang tidak sempurna yang menyebabkan ketidakmampuan sektor keuangan dalam merespon permintaan jasa keuangan, dan pada akhirnya akan memperlambat pertumbuhan sektor riil.

*Supply-leading hypothesis* berarti bahwa pembangunan institusi dan pasar keuangan akan meningkatkan penawaran jasa keuangan (terutama permintaan jasa oleh para pengusaha dan investor) yang akan mengarah pada pertumbuhan ekonomi riil. *Supply-leading* mempunyai dua fungsi, yaitu untuk mentransfer sumber daya dari sektor tradisional menuju sektor industri, dan untuk mendorong respon para pengusaha dalam sektor industri. Lembaga intermediasi yang mentransfer sumber daya dari sektor tradisional (melalui peningkatan kesejahteraan dan tabungan dari sektor ini untuk dijadikan deposito dan *financial liabilities* yang lain, atau dengan penciptaan kredit) sesuai dengan konsep Schumpeter tentang inovasi keuangan.

Basis *supply-leading* dapat dijelaskan melalui model teoritis yang menunjukkan bahwa *financial instruments*, pasar, dan institusi keuangan dapat mengurangi efek dari biaya informasi dan biaya transaksi. Dengan adanya biaya transaksi, biaya informasi, dan resiko yang rendah, maka sektor keuangan akan mempengaruhi tingkat tabungan, keputusan investasi, inovasi teknologi, dan pada akhirnya mendorong pertumbuhan ekonomi.

Untuk melihat bagaimana sektor keuangan mempengaruhi tabungan dan keputusan investasi yang pada akhirnya akan mendorong pertumbuhan ekonomi, maka fokus akan diberikan pada tiga fungsi utama yang disediakan oleh sektor keuangan, yaitu mobilisasi tabungan, *monitoring investasi*, serta manajemen risiko.

Selain itu terdapat dua komponen utama dalam perumusan model pembangunan sektor keuangan oleh McKinnon (1973) dan Shaw (1973), yang menitikberatkan analisis pada represi finansial yang juga merupakan pendukung dari *supply-leading hypothesis*. Represi finansial bermula dari kondisi ketika pasar modal tidak efisien dan pasar finansial masih terbelakang, yang ditandai dengan harga-harga kekayaan finansial yang mengalami distorsi dan adanya penetapan pagu suku bunga oleh pemerintah di bawah tingkat keseimbangan yang berlaku di pasar.

Dalam kondisi tersebut, suku bunga deposito riil seringkali negatif dan sulit diprediksi apabila inflasi tinggi dan tidak stabil, juga kurs valuta asing menjadi penuh dengan ketidakpastian. Akibatnya, tabungan menjadi terhambat meskipun peluang investasi cukup bagus—akhirnya pertumbuhan ekonomi pun ikut terhambat. Rekomendasi kebijakan yang diturunkan dari analisis represi finansial biasanya berupa liberalisasi finansial, yang diharapkan mendorong terjadinya *financial deepening*. Para pendukungnya percaya bahwa liberalisasi finansial dapat mempercepat laju pertumbuhan ekonomi melalui pembebasan suku bunga dari kontrol pemerintah, menurunkan *reserve requirements*, menjaga agar sektor keuangan dapat beroperasi secara kompetitif, dan memperbaiki kualitas investasi.

Kenyataannya, terdapat hubungan antara fenomena *demand-following* dan *supply-leading*. Misalnya, sebelum membangun suatu negara industri modern, maka basis *supply-leading* mungkin dapat diterapkan untuk mengenalkan suatu inovasi dari berbagai tipe investasi. Ketika proses pertumbuhan ekonomi berlangsung, maka fungsi dari fenomena *supply-leading* secara gradual akan semakin berkurang, dan respon dari fenomena *demand-following* akan menjadi lebih dominan.

Proses ini terjadi di antara beberapa sektor atau industri tertentu. Industri tertentu mungkin pada awalnya akan mengambil pembiayaan melalui basis *supply-leading*, dan ketika telah berkembang dengan modal dana dan pendapatan yang cukup, maka industri tersebut akan beralih ke basis *demand-following*, sementara industri lainnya yang tertinggal tetap berpegang pada basis *supply-leading*. Hal ini tergantung pada *timing* kapan perkembangan industri tersebut terjadi, dan momen tersebut sangat dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah dibandingkan dengan faktor permintaan di sektor riil.

Sejalan dengan uraian sebelumnya, untuk menjawab pertanyaan dalam penelitian ini, digunakan data runtu waktu (*time series*) dengan periode pengamatan mulai kuartal ke-1 tahun 1996 sampai dengan kuartal ke-4 tahun 2006. Sumber informasi data-data terkait, antara lain berasal dari Biro Pusat Statistik (BPS), Bank Indonesia (BI), *Asian Development Bank* (ADB), Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI), *JSX Statistics*, dan *International Financial Statistics* (IMF).

Sementara itu, teknik analisis yang digunakan adalah teknik ekonometrika untuk data *time series*, yakni model *Vector Error Correction Model* (VECM) yang merupakan alat analisis yang biasa digunakan untuk memproyeksikan sistem variabel runtu waktu dan untuk menganalisis dampak dinamis dari faktor gangguan yang terdapat dalam variabel tersebut. Metode ini digunakan mengingat data yang digunakan adalah tidak stasioner dan terdapat vektor kointegrasi. Model VECM dalam penelitian ini adalah:

$$\begin{aligned} LGDP = & \delta_1 + \gamma_{111}\Delta LM2Y_{t-k} + \gamma_{121}\Delta LPC_{t-k} + \gamma_{131}\Delta LTD_t - k + \gamma_{141}\Delta LSMC_{t-k} \\ & + \gamma_{151}\Delta LSMVT_{t-k} + \gamma_{1p-12}\Delta LGDP_{t-(p-1)} + \alpha_1 EC_{t-k} + \epsilon_{t1} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} LM2Y = & \delta_2 + \gamma_{211}\Delta LM2Y_{t-k} + \gamma_{221}\Delta LPC_{t-k} + \gamma_{231}\Delta LTD_t - k + \gamma_{242}\Delta LSMC_{t-k} \\ & + \gamma_{252}\Delta LSMVT_{t-k} + \gamma_{2p-12}\Delta LGDP_{t-(p-1)} + \alpha_2 EC_{t-k} + \epsilon_{t2} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} LPC = & \delta_2 + \gamma_{211}\Delta LM2Y_{t-k} + \gamma_{221}\Delta LPC_{t-k} + \gamma_{231}\Delta LTD_t - k + \gamma_{242}\Delta LSMC_{t-k} \\ & + \gamma_{252}\Delta LSMVT_{t-k} + \gamma_{2p-12}\Delta LGDP_{t-(p-1)} + \alpha_2 EC_{t-k} + \epsilon_{t2} \end{aligned} \quad (3)$$

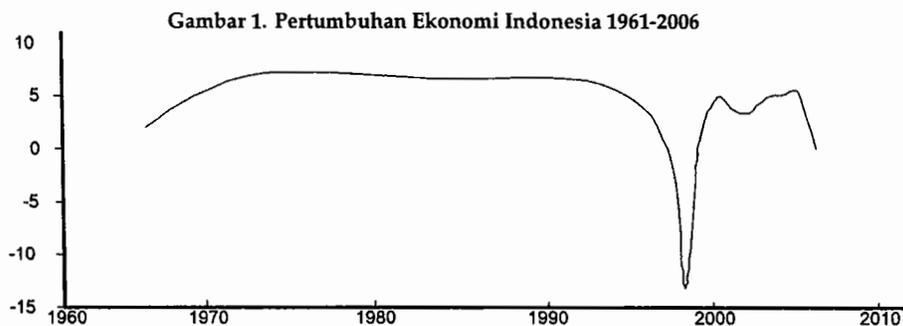
$$\begin{aligned} LTD = & \delta_2 + \gamma_{211}\Delta LM2Y_{t-k} + \gamma_{221}\Delta LPC_{t-k} + \gamma_{231}\Delta LTD_t - k + \gamma_{242}\Delta LSMC_{t-k} \\ & + \gamma_{252}\Delta LSMVT_{t-k} + \gamma_{2p-12}\Delta LGDP_{t-(p-1)} + \alpha_2 EC_{t-k} + \epsilon_{t2} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} LSMC = & \delta_2 + \gamma_{211}\Delta LM2Y_{t-k} + \gamma_{221}\Delta LPC_{t-k} + \gamma_{231}\Delta LTD_t - k + \gamma_{242}\Delta LSMC_{t-k} \\ & + \gamma_{252}\Delta LSMVT_{t-k} + \gamma_{2p-12}\Delta LGDP_{t-(p-1)} + \alpha_2 EC_{t-k} + \epsilon_{t2} \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} LSMVT = & \delta_2 + \gamma_{211}\Delta LM2Y_{t-k} + \gamma_{221}\Delta LPC_{t-k} + \gamma_{231}\Delta LTD_t - k + \gamma_{242}\Delta LSMC_{t-k} \\ & + \gamma_{252}\Delta LSMVT_{t-k} + \gamma_{2p-12}\Delta LGDP_{t-(p-1)} + \alpha_2 EC_{t-k} + \epsilon_{t2} \end{aligned} \quad (6)$$

Keterangan:

LGDP : GDP riil



Sumber: BPS, diolah.

LM2Y : Variabel monetisasi

LPC : *Private credit*

LTD : *Total deposit*

LSMC : *Stock market capitalism*

LSMVT : *Stock market value traded*

EC : *Error correction term*

P : Ordo VAR yang diterjemahkan menjadi  $p - 1$  dalam VECM

## HASIL

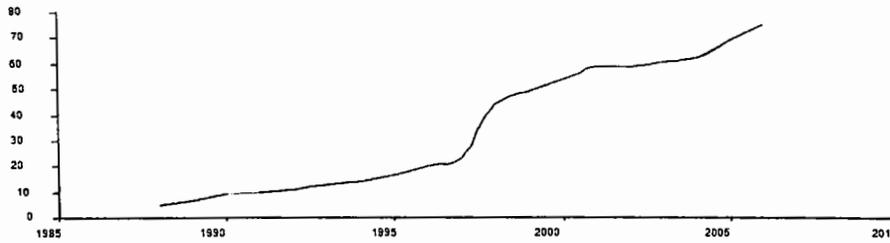
Pertumbuhan ekonomi Indonesia berada pada kisaran 5-7 persen pada periode 1966-1995. Namun krisis finansial pada tahun 1997 membuat pertumbuhan ekonomi Indonesia turun secara signifikan hingga -13,3 persen. Pada tahun-tahun selanjutnya, pertumbuhan ekonomi mulai menunjukkan kenaikan hingga mencapai 5 persen pada 2006.

**Perkembangan Sektor Keuangan Indonesia.** Deregulasi pada sektor keuangan secara substansial menghasilkan dampak yang menggembirakan terhadap lembaga intermediasi keuangan di Indonesia. Indikator *financial deepening* (M2/GDP) yang mengukur peranan sistem keuangan dalam memobilisasi tabungan naik secara signifikan dari sekitar 5 persen pada tahun 1988 menjadi 23,5 persen pada tahun 1997. Hal ini didorong dengan adanya devaluasi rupiah pada tahun 1986 sebesar 31 persen dan Pakto 88 yang menurunkan *reserve requirement* dari 15 persen menjadi 2 persen membuat M2 meningkat lebih tajam dibanding M1.

Selain itu, M2 naik secara pesat pada tahun 1997 sebagai cerminan dari naiknya permintaan terhadap uang yang didorong oleh kenaikan tingkat pendapatan dan menurunnya tingkat bunga. Pada tahun 1999, sebagai akibat dari pengendalian kebijakan moneter maka M2 mulai menunjukkan perlambatan, hingga tahun 2001 rasio M2 baru menunjukkan pertumbuhan sampai tahun 2006.

**Perkembangan Aktivitas Perbankan.** Aktivitas sektor perbankan terhadap sektor swasta ditunjukkan oleh rasio kredit swasta terhadap GDP. Sebagaimana digambarkan dalam Gambar 2, terjadi desakan besar dalam aktivitas perbankan pada pertengahan tahun 1990-an dan mengalami penurunan secara substansial setelah krisis ekonomi. Restrukturisasi sektor perbankan menyebabkan menurunnya aktivitas sektor ini, hanya menjadi 19,06 persen pada tahun 1999. Namun untuk tahun-tahun berikutnya, kredit swasta dapat beranjak naik sampai mencapai level 41,8 persen dari total produk domestik bruto pada

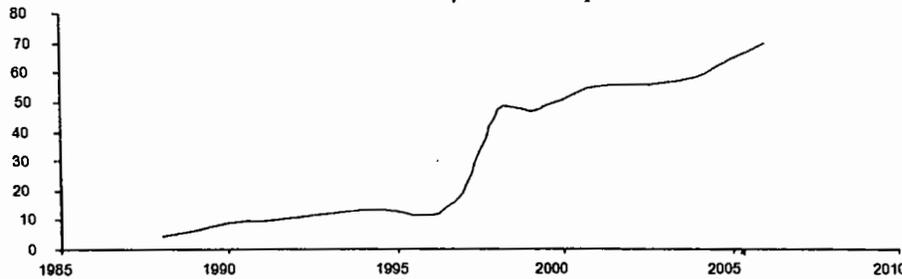
Gambar 2. Perkembangan Rasio M2 terhadap GDP (%)



Sumber: Bank Indonesia, diolah.

tahun 2006.

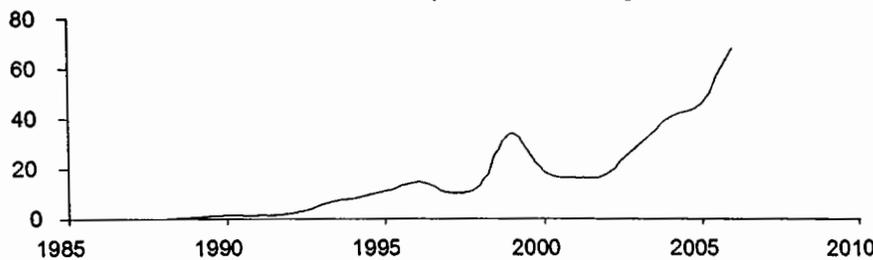
Gambar 3. Rasio Total Deposit Terhadap GDP (%)



Sumber: Bank Indonesia, diolah.

**Perkembangan Total Deposit.** Total deposit di Indonesia mulai berkembang dari tahun 1988 dan naik secara signifikan pada tahun 1997. Ia mencapai nilai tertinggi pada tahun 1998 sebesar 624.500 miliar rupiah atau 47,58 persen dari total GDP. Pada tahun-tahun berikutnya total deposit mengalami tren yang cenderung naik hingga tahun 2006 mencapai 69,69 persen terhadap GDP.

Gambar 4. Rasio Stock Market Capitalization terhadap GDP (%)



Sumber: Bursa Efek Jakarta, diolah.

**Perkembangan Besaran Pasar Saham.** Besar pasar saham Indonesia diukur dari rasio kapitalisasi pasar terhadap GDP (*stock market capitalization/GDP*). Besar pasar saham naik secara stabil setelah 1988 dan meraih level tertinggi sebesar 14,88 persen dari GDP pada tahun 1996. Mengikuti krisis tahun 1997, besar pasar saham jatuh hanya menjadi 13,37 persen dari GDP pada tahun 1998, cenderung fluktuatif beberapa tahun sesudahnya, dan terus

Tabel 1. Hasil Uji Kausalitas Granger Antara Variabel GDP, Kredit Swasta, Total Deposit, dan Stock Market Value Traded

Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability
LPC does not Granger Cause LGDP	0,05356	0,99436
LGDP does not Granger Cause LPC	233,462	0,07746
LSMVT does not Granger Cause LGDP	0,40429	0,80407
LGDP does not Granger Cause LSMVT	308,463	0,03006
LTD does not Granger Cause LGDP	478,096	0,00403
LGDP does not Granger Cause LTD	0,17379	0,95018

Sumber: Data mentah, diolah.

Tabel 2. Hasil Uji Kausalitas Granger Antara Variabel GDP, M2Y, dan Stock Market Capitalism

Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability
LM2Y does not Granger Cause LGDP	0,56606	0,68909
LGDP does not Granger Cause LM2Y	0,47610	0,75293
LSMC does not Granger Cause LGDP	0,22895	0,92006
LGDP does not Granger Cause LSMC	176,062	0,16202

Sumber: Data mentah, diolah.

mengalami kenaikan yang cukup signifikan sejak tahun 2002 sampai tahun 2006. Walaupun besar pasar saham ini relatif masih lebih besar jika dibandingkan dengan dekade sebelumnya, besar pasar saham Indonesia termasuk *underdeveloped* jika dibandingkan dengan pasar saham dunia.

**Perkembangan Aktivitas Pasar Saham.** Aktivitas pasar saham diukur dari nilai total perdagangan terhadap GDP (*total stock market value traded/GDP*). Nilai ini cenderung naik sejak akhir 1980-an dan mencapai nilai tertinggi pada tahun 1999 yaitu sebesar 11,2 persen dan mengalami penurunan pada tahun-tahun berikutnya. Salah satunya adalah karena kerentanan politik, ekonomi, dan keamanan domestik. Namun nilai total perdagangan ini kembali naik pada tahun 2003 sampai tahun 2006 mencapai level 24,14 persen dari GDP.

## PEMBAHASAN

**Granger Causality Test.** Berdasarkan hasil estimasi uji kausalitas (*Granger causality test*) diperoleh hasil bahwa variabel kredit swasta, *total deposit*, dan *stock market value traded* menunjukkan adanya hubungan kausalitas satu arah dengan GDP riil sebagai *proxy* pertumbuhan ekonomi. Seperti terlihat pada Tabel 1, hubungan kausalitas pertama berasal dari GDP riil menuju variabel kredit swasta dan hubungan kausalitas kedua berasal dari GDP riil menuju *stock market value traded*, sedangkan untuk variabel *total deposit*, *one way causality* berasal dari *total deposit* menuju GDP riil. Hal ini membuktikan bahwa pembiayaan perbankan merupakan hal yang penting bagi pertumbuhan *output* dan kelangsungan pertumbuhan ekonomi.

Sementara itu, berdasarkan uji kausalitas, untuk variabel M2Y dan *stock market capitalism*, tidak ditemukan adanya keterkaitan dengan GDP riil. Dengan kata lain variabel M2Y dan *stock market capitalism* sebagai *proxy* sektor keuangan tidak mempengaruhi GDP riil sebagai *proxy* pertumbuhan ekonomi; detail dari penjelasan ini dapat dilihat dari Tabel 2. Uji kointegrasi dapat dipandang sebagai uji keberadaan hubungan jangka panjang. Untuk mengetahui apakah terdapat kointegrasi antara pertumbuhan ekonomi dengan sektor keuangan yang diwakili oleh variabel-variabel: monetisasi, kredit swasta, *total deposit*, *stock market capitalism*, dan *stock market value traded*, maka digunakan metode kointegrasi dari Johansen yang hasilnya dicantumkan dalam Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Kointegrasi Terhadap Variabel Penelitian

Hypothesized	Eigenvalue	Trace	5 Percent	1 Percent
No. of CE(s)		Statistic	Critical Value	Critical Value
None **	0,977878	3.261.660	94,15	103,18
At most 1 **	0,878110	1.775.290	68,52	76,07
At most 2 **	0,812475	9.544.825	47,21	54,46
At most 3 *	0,330699	3.016.839	29,68	35,65
At most 4	0,309989	1.450.903	15,41	20,04
At most 5	0,000977	0,038141	3,76	6,65

Sumber: Data mentah, diolah.

Keterangan:

\*\* denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Trace test indicates 4 cointegrating equation(s) at the 5% level

Trace test indicates 3 cointegrating equation(s) at the 1% level

Berdasarkan hasil estimasi di atas, ada indikasi bahwa terdapat kemungkinan adanya hubungan jangka panjang karena terdapat empat vektor kointegrasi yang ditunjukkan dengan nilai *likelihood ratio* yang lebih besar dari nilai *critical value* 5 persen dan 1 persen.

**Vector Error Correction Model.** Menurut teori, apabila dalam pengujian VAR ternyata data yang digunakan tidak stasioner dan terdapat vector kointegrasi, maka akan diterapkan VECM (*Vector Error Correction Model*) untuk *system equation*. Karena data yang digunakan tidak semuanya stasioner pada level dan menunjukkan adanya vektor kointegrasi maka diterapkan metode VECM untuk prosedur analisis data. Hasil estimasi VECM tertuang dalam Tabel 4. Pada Tabel 4 nampak bahwa variabel *total deposit (TD)* berpengaruh terhadap GDP. Sedangkan *private credit (PC)* dan *stock market value traded (SMVT)*, secara bersama-sama dipengaruhi oleh GDP, dengan melihat nilai *F-statistic* pada hasil estimasi tersebut. Selain itu, tingkat keberhasilan model dalam menjelaskan variabilitas GDP cukup tinggi yang dilihat pada rata-rata yang relatif tinggi (rata-rata diatas 50 persen sampai mendekati satu), walaupun masih terdapat satu variabel yang mempunyai rata-rata di bawah 50 persen yakni, variabel *total deposit*, dengan rata-rata sebesar 44 persen.

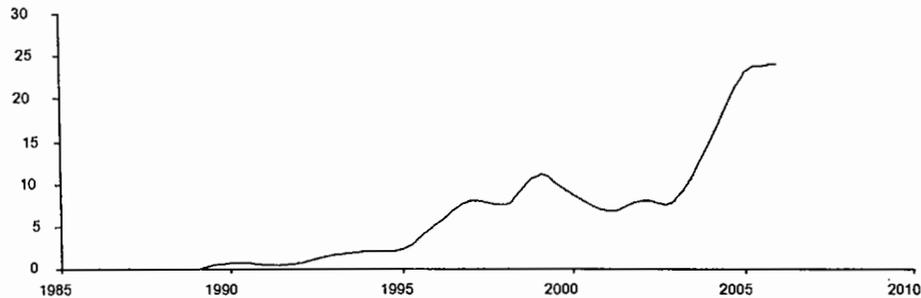
Selain itu, pada tabel yang sama dapat dijelaskan bahwa variabel *private credit* signifikan pada *lag (-1)*, *lag (-2)* dan *lag (-3)*, sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi *one-way causality*, yaitu GDP riil mempengaruhi *private credit* dalam jangka pendek dan jangka panjang. Variabel *total deposit* memberi pengaruh kausalitas searah terhadap GDP riil dalam jangka pendek dan jangka panjang karena variabel tersebut signifikan pada *lag (-1)*, *lag (-2)*, dan *lag (-4)*. Selain itu juga terjadi *one-way causality* dalam jangka pendek dan jangka panjang pada *stock market value traded* yang pada *lag (-1)* dan *lag (-4)* signifikan dipengaruhi

Tabel 4. Perbandingan Hasil Uji Variance Decomposition Antar Variabel Terhadap LGDP

Variance Decomposition of LGDP						
Period	S.E.	LGDP	LPC	LTD	LSMVT	
1	0,055327	1,000,000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
2	0,120457	5.257.371	4.978.507	4.244.127	0,006520	1.510.055
3	0,158449	5.144.174	1.314.647	3.390.173	1.177.940	1.456.913
4	0,179450	5.041.192	1.340.524	3.500.489	1.337.128	1.242.026
5	0,196448	4.958.949	1.342.005	3.553.354	1.337.128	1.146.451
6	0,208213	4.914.038	1.473.455	3.478.794	1.209.680	1.136.250
7	0,216514	4.942.575	1.615.237	3.317.985	1.209.680	1.136.250
8	0,225613	4.980.328	1.798.924	3.106.103	1.209.680	1.136.250
9	0,237677	4.899.102	2.074.049	2.905.881	1.209.680	1.136.250
10	0,248847	4.842.430	2.332.255	2.711.690	1.209.680	1.136.250

Sumber: Data mentah, diolah.

Gambar 5. Rasio Stock Market Value Traded Terhadap GDP (%)



oleh GDP riil.

**Impulse Response Function (IRF).** Untuk mengukur *lag* atau dimensi waktu variabel-variabel yang dapat mempengaruhi GDP, maka dilakukan uji *impulse response function* (IRF) dari estimasi *vector error correction* dengan menggunakan data triwulanan untuk periode 1996:1-2006:4 yang hasilnya terangkum pada gambar kurva IRF pada Gambar 6.

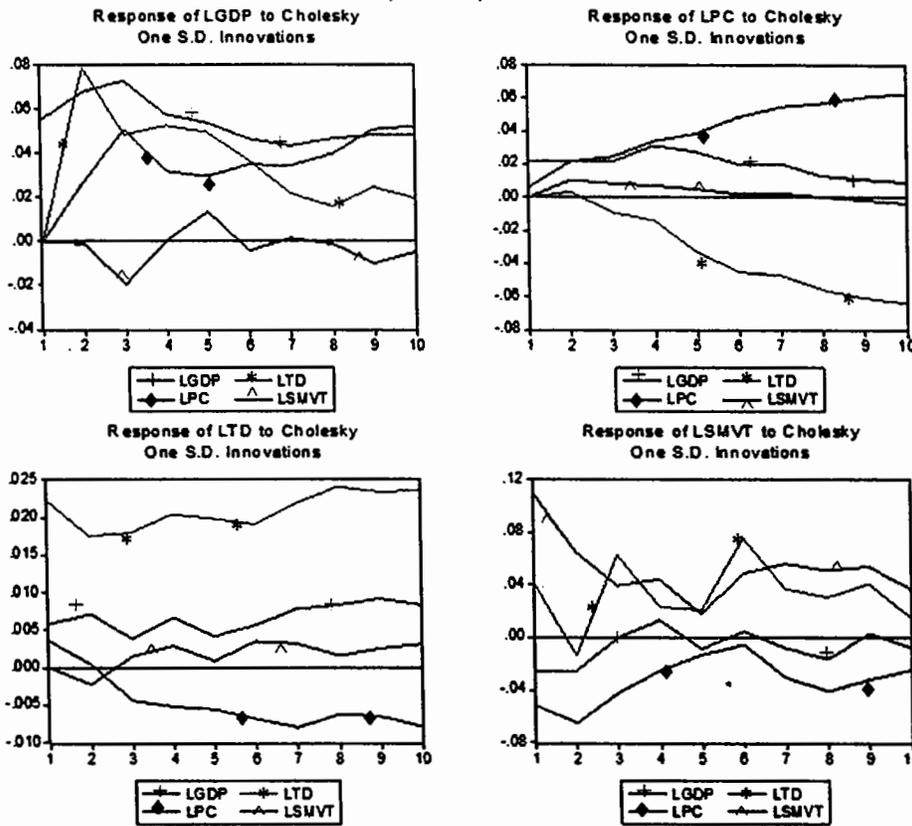
Apabila diperhatikan pada Gambar 6, nampak bahwa rentang waktu yang dibutuhkan agar GDP dapat direspon oleh *total deposit* (TD) dan *stock market value traded* (SMVT) memerlukan *lag* yang lebih pendek jika dibandingkan dengan kredit swasta (PC) yaitu selama dua periode, walaupun *stock market value traded* (SMVT) mempunyai respon yang negatif. Sedangkan waktu yang dibutuhkan kredit swasta (PC) adalah tiga periode atau sekitar satu tahun.

**Variance Decomposition.** Mengacu kepada hasil analisis dekomposisi varians yang menjelaskan bahwa semakin kecil varians suatu variabel bebas dibandingkan dengan yang lain, maka itu menunjukkan peran variabel yang paling dominan. Tabel 4 memberikan informasi, bahwa varians LSMVT mampu memberi kontribusi sebesar 1,136 persen, lebih kecil jika dibandingkan dengan varians LPC sebesar 23,2 persen. Variabel LTD adalah yang paling besar memberikan kontribusi sebesar 27,11 persen. Secara statistik hal ini membuktikan bahwa peran *stock market value traded* perlu untuk dipertimbangkan dalam kaitannya dengan usaha percepatan pertumbuhan ekonomi.

Sejalan dengan uraian di atas, maka berdasarkan *Granger Causality Test* maupun estimasi *Vector Error Correction Model* didapat suatu bukti empiris yang menunjukkan adanya *one-way causality* antara pertumbuhan ekonomi dengan *total deposit*, kredit swasta, dan *stock market value traded*. Hubungan yang pertama berasal dari *total deposit* menuju pertumbuhan ekonomi, sehingga besarnya pertumbuhan ekonomi salah satunya juga ditentukan oleh *total deposit*. Hal ini searah dengan prinsip umum yang harus senantiasa diperhatikan oleh sektor keuangan yaitu menjaga keseimbangan yang optimal antara kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi dan kebutuhan untuk menjaga stabilitas sistem keuangan. Dalam konteks ini, upaya untuk melakukan penguatan struktur perbankan nasional, ditempuh dengan mendorong industri perbankan untuk dapat segera memperkuat jumlah permodalannya.

*Total deposit* dapat dinilai sebagai sumber modal dalam kegiatan perekonomian. Hal ini berhubungan dengan fungsi bank dalam minimalisasi risiko, apabila risiko rendah maka masyarakat akan tertarik untuk menyimpan uangnya di bank dalam bentuk tabungan atau

Gambar 6. Impulse Response Function



yang lainnya, sehingga dana atau *total deposit* masyarakat di bank yang semakin besar akan disalurkan ke dalam kegiatan perekonomian baik untuk kredit investasi, kredit modal kerja, maupun kredit konsumsi. Penyaluran kredit oleh bank ini akan meningkatkan aktivitas perekonomian sektor riil dan pada akhirnya dapat mendorong pertumbuhan ekonomi (Levhari dan Srinivasan (1969) dalam Levine (2004)). Besarnya pengaruh *total deposit* (*LTD*) terhadap *LGDP* sebagai *proxy* dari pertumbuhan ekonomi dapat dilihat dari koefisien  $D(LTD(-1))$  pada estimasi *Vector Error Correction Model* yang signifikan yaitu sebesar 1,352927. Ini berarti bahwa apabila *total deposit* naik sebesar 1 persen maka output riil sebagai *proxy* dari pertumbuhan ekonomi juga akan naik sebesar 1,352927 persen.

Hasil yang didapatkan adalah sesuai dengan pendapat Pagano (1993) dan Levine (1997) bahwa *financial system* mempengaruhi pertumbuhan ekonomi melalui penyediaan *financial service*. Penyediaan jasa finansial berupa tabungan yang digunakan untuk meningkatkan jumlah dana yang dialokasikan kepada perusahaan, pada akhirnya akan memfasilitasi tumbuhnya kapital dan produktivitas dalam mendorong pertumbuhan ekonomi. Selain itu, bank juga dapat memperkecil risiko likuiditas dengan mengeluarkan *demand deposit* dan pengumpulan dana tabungan yang kesemuanya merupakan komponen dari *total deposit*.

Sedangkan pada kausalitas antara *private credit* (*LPC*) sebagai *proxy* sektor keuangan dan *GDP riil* (*LGDP*) sebagai *proxy* pertumbuhan ekonomi menghasilkan hubungan kausalitas searah yang berasal dari *GDP riil* menuju *private credit*. Besarnya pengaruh *GDP riil* (*LGDP*)

terhadap *private credit* (LPC) berdasarkan hasil VECM dapat dilihat dari koefisien  $D(LPC(-2))$  yang signifikan sebesar 0,821482. Ini berarti bahwa apabila GDP riil naik sebesar 1 persen maka *private credit* juga akan naik sebesar 0,821482 persen.

Teori menyatakan bahwa kebijakan ekonomi makro akan berpengaruh terhadap kondisi likuiditas perbankan (*bank reserve*) dan kemudian terhadap keputusan perbankan dalam pemberian kredit. Dampak selanjutnya terhadap sektor riil terjadi melalui dampak penyaluran kredit perbankan kepada investasi dan konsumsi. Sejalan dengan pemahaman tersebut, fakta yang terjadi selama beberapa tahun ini adalah banyaknya hambatan yang terjadi di sektor riil dalam upaya memperkuat pertumbuhan ekonomi baik dari sisi eksternal maupun internal. Dari sisi eksternal, kenaikan harga minyak, melambatnya pertumbuhan ekonomi dan volume perdagangan dunia, serta meningkatnya suku bunga global, telah memberikan dampak negatif terhadap perkembangan stabilitas ekonomi domestik.

Dari sisi internal, penanganan berbagai masalah struktural, seperti program percepatan pembangunan infrastruktur yang masih belum optimal, turut memberikan hambatan bagi perekonomian domestik. Masih lemahnya iklim investasi, masih belum kuatnya kepastian hukum mengenai penanaman modal, perpajakan, kepabean, dan ketenagakerjaan, dan persoalan inefisiensi birokrasi, masih menjadi bagian permasalahan yang bersemayam dalam risiko-risiko mikro yang mempengaruhi persepsi pelaku ekonomi terhadap kondisi dunia usaha di Indonesia yang pada akhirnya akan mempengaruhi lambatnya pertumbuhan investasi. Semua hambatan di atas terjadi di samping dampak dari penurunan daya beli masyarakat, tingginya suku bunga, dan belum membaiknya iklim investasi.

Seiring dengan bergulirnya waktu, kombinasi dari berbagai faktor tersebut membawa kekakuan pada sisi penawaran ekonomi sehingga menjadi kurang responsif terhadap stimulus kebijakan pada sisi permintaan (*supply side rigidity*). Efektivitas transmisi stimulus kebijakan makroekonomi ke sektor riil menjadi berkurang. Dampaknya peningkatan pertumbuhan ekonomi tidak diiringi peningkatan kapasitas produksi sehingga mengakibatkan kesenjangan antara *output* aktual dan *output* potensial semakin menyempit. Selain itu, tingkat inflasi mulai naik pada level yang relatif tinggi dan suku bunga pun menjadi sulit untuk ditekan pada tingkat yang rendah. Dengan begitu, alokasi sumber dana menjadi tidak efisien serta keterpautan antara sektor finansial dan sektor riil semakin renggang (*decoupling*). Hasil akhirnya, dalam beberapa tahun terakhir struktur pertumbuhan ekonomi cenderung tidak berimbang; eksekusi likuiditas di pasar finansial pun terus bertambah dengan berbagai kerentanan yang melingkupinya.

Ekses likuiditas yang terjadi di pasar finansial berasal dari faktor eksternal dan internal. Pada faktor eksternal kondisi tersebut bersumber dari tingginya aliran modal masuk portofolio yang didorong oleh cukup tingginya imbal hasil rupiah dan membaiknya faktor risiko penanaman dalam instrumen rupiah. Sementara dari sisi internal, eksekusi likuiditas didominasi oleh aktivitas keuangan Pemerintah, khususnya keuangan Daerah karena masih terdapatnya kendala kelembagaan di Daerah yang mendorong belum optimalnya pemanfaatan belanja Daerah untuk mendorong stimulus ekonomi.

Hal tersebut di atas sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Levine, Demirguc-Kunt, dan Beck (2001) yang menemukan bahwa elemen makro ekonomi dan *legal system* suatu negara (peraturan hukum dan kejelasan undang-undang) yang melindungi hak investor dan efisiensi pengadaan kontrak merupakan hal yang paling penting untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Faktor-faktor tersebut pada akhirnya akan mengembangkan kualitas operasional dari *financial service* negara tersebut.

Di samping itu, sejak tahun 2000 permintaan dan penawaran terhadap kredit cenderung menurun dan operasional perbankan lebih terfokus pada pembiayaan jangka pendek ke sektor konsumsi dan penempatan di pasar uang. Dari sisi permintaan, penurunan *cash flow* dan *collateral networth* perusahaan, masih minimnya infrastruktur pendukung, berbagai permasalahan ekonomi, tingginya suku bunga pinjaman, dan melemahnya daya beli masyarakat, merupakan faktor penyebab menurunnya permintaan kredit. Selain itu, pelambatan ini terkait dengan meningkatnya jumlah perusahaan yang mencari alternatif pembiayaan dari pasar saham dan penerbitan obligasi.

Dari sisi penawaran, pelambatan ini dapat dilihat dari dua faktor utama, yaitu keinginan perbankan untuk memberikan kredit (*willingness to lending*) dan kemampuan perbankan untuk memberikan kredit (*lending capacity*). Keinginan perbankan untuk memberikan kredit dipengaruhi oleh struktur bunga yang tidak sehat dan *risk adverse* (karena adanya ketentuan *prudential* yang ketat, belum memadainya infrastruktur pendukung, peningkatan risiko kredit, ketidakpastian hukum, dan meningkatnya persepsi risiko perbankan terhadap sektor riil akibat belum tuntasnya berbagai permasalahan struktural yang melekat pada sektor tersebut memunculkan sikap kehati-hatian perbankan dalam menyalurkan kredit disamping adanya *credit rationing* dari perbankan).

Beberapa hal di atas adalah sesuai dengan teori pendekatan *demand-following* yang mengindikasikan bahwa sektor keuangan masih berperan secara pasif dalam proses pertumbuhan ekonomi. Pada negara berkembang, peningkatan permintaan jasa keuangan karena tumbuhnya sektor riil seringkali tidak berjalan dengan mudah. Hal ini disebabkan oleh adanya mekanisme pasar yang tidak sempurna yang menyebabkan sektor keuangan tidak mampu merespon permintaan jasa keuangan, dan pada akhirnya akan memperlambat pertumbuhan sektor riil.

Sikap kehati-hatian perbankan, khususnya dalam hal penyaluran kredit, menyebabkan penyerapan dana dari sektor keuangan terbatas sehingga menimbulkan eksekusi likuiditas yang berlanjut. Menyikapi rendahnya penyaluran kredit di atas, perbankan menempatkan dana yang dihimpun dari masyarakat ke dalam bentuk aktiva dengan tingkat risiko rendah. Operasional perbankan menjadi lebih terfokus pada kegiatan finansial yang bersifat jangka pendek sehingga kurang optimal dalam menyalurkan kredit. Demikian pula peran pemodal asing, yang masih sekedar mengadu keberuntungan dengan mengoptimalkan pengelolaan portfolionya di pasar finansial. Sementara itu arus FDI belum memadai untuk dapat mendukung pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi. Hal ini menyebabkan sektor finansial terus berkembang cepat tetapi kurang optimal dalam memberikan dukungan bagi kelangsungan perputaran roda kegiatan ekonomi di sektor riil. Dampaknya, likuiditas di pasar finansial membumbung tinggi sehingga semakin mengekalkan *liquidity overhang* berupa penempatan dana-dana baik dari perbankan dan pemodal domestik maupun pemodal asing dalam SBI, SUN, dan saham.

Kausalitas ketiga antara *output* riil sebagai *proxy* pertumbuhan ekonomi dan *stock market value traded* sebagai *proxy* sektor keuangan berasal dari *output* riil menuju *stock market value traded*. Hal ini berarti pertumbuhan ekonomi dapat dijadikan sebagai pedoman dan tolok ukur dalam peningkatan atau penurunan kegiatan perdagangan saham di pasar modal. Besarnya pengaruh tersebut dapat dilihat dari koefisien  $D(LSMVT(-1))$  pada estimasi VECM yang signifikan sebesar 0,139327. Ini berarti bahwa apabila pertumbuhan ekonomi naik atau turun sebesar 1 persen maka *stock market value traded* juga akan naik atau turun sebesar 0,139327 persen.

Perkembangan indeks saham Indonesia yang membaik didukung oleh faktor domestik dan faktor eksternal. Faktor domestik yang menopang kinerja BEJ adalah penurunan *BI rate* sejak Mei 2006 yang ditransmisikan secara efektif yang tercermin dari terus meningkatnya harga saham, menurunnya imbal hasil obligasi pemerintah (SUN), menurunnya suku bunga perbankan, dan membaiknya berbagai indikator ekonomi. Perbaikan ekonomi dan terjaganya stabilitas makroekonomi tersebut mendorong menguatnya keyakinan investor asing terhadap kondisi perekonomian. Selain itu, perbaikan kinerja emiten juga menimbulkan ekspektasi peningkatan imbal hasil di kalangan investor pasar saham, hal ini juga sejalan dengan belum menguatnya respon perbankan dalam menyalurkan kredit.

Di sisi eksternal, membaiknya kinerja pasar modal Indonesia dipengaruhi oleh semakin tebalnya kepercayaan internasional terhadap pengelolaan kebijakan ekonomi makro yang lebih berhati-hati, selain itu pasar saham Indonesia juga dipengaruhi oleh pasar saham internasional yang mengalami peningkatan, dan masih menariknya *Price Earning Ratio* (PER) Indonesia dibandingkan dengan negara-negara *emerging market* lainnya. Ekses likuiditas global mendorong investor asing untuk mencari outlet penempatan investasi di negara *emerging market*. Langkah investor asing ini kemudian diikuti oleh investor domestik sehingga memicu peningkatan IHSG lebit lanjut. Berbagai faktor di atas menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia masih sangat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian.

GDP menunjukkan seberapa besar kondisi pertumbuhan ekonomi yang diukur dengan perhitungan semua barang dan jasa yang diproduksi di dalam negeri selama satu tahun. Jika pertumbuhan ekonomi meningkat, maka kegiatan investasi dan perluasan usaha yang dilakukan oleh perusahaan akan meningkat. Kondisi tersebut berpengaruh pada berkembangnya pasar modal yang ditunjukkan oleh semakin banyaknya investor yang berinvestasi dengan berbagai bentuk sekuritas di pasar modal, salah satunya adalah dalam bentuk saham. Hal tersebut disebabkan karena investor memperoleh kepastian bahwa ia akan mendapatkan *return* saham sehingga ekspektasi investor terhadap perdagangan saham meningkat. Hal sebaliknya terjadi apabila kondisi perekonomian menurun. Pendapat tersebut sesuai dengan penelitian Levine dan Zervos (1998) yang menyatakan bahwa likuiditas pasar saham yang tinggi menunjukkan pertumbuhan ekonomi yang tinggi.

Lebih lanjut, berdasarkan temuan yang menyebutkan bahwa tidak adanya hubungan antara GDP riil dengan *M2Y*, secara statistik hal ini membuktikan bahwa *M2Y* sebagai variabel *proxy* sektor keuangan tidak efektif lagi untuk mempengaruhi pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Rasio *M2Y* terus meningkat setelah era deregulasi perekonomian tahun 1988, hal ini didukung juga oleh besarnya *foreign capital inflow* yang terjadi dan menimbulkan dampak berupa semakin tingginya proses *financial deepening* dan berkembangnya sektor keuangan serta semakin terintegrasinya perekonomian domestik dengan luar negeri. Namun tingginya rasio ini, dengan deposito yang menjadi komponen terbesarnya, tidak disalurkan untuk investasi melalui kredit sehingga tidak berpengaruh kepada sektor riil, karena kebanyakan disalurkan kepada sektor rumah tangga yang pada akhirnya akan digunakan untuk konsumsi. Belum optimalnya pemanfaatan likuiditas perekonomian juga tampak pada velositas (perputaran) *M2* yang masih cenderung meningkat sebagai indikasi adanya potensi ekses *M2* karena adanya ekses likuiditas.

Variabel terakhir yang juga tidak mempunyai hubungan sebab-akibat dengan GDP riil adalah variabel *stock market capitalism* yang hasilnya ditunjukkan pada *Granger causality test*. Secara teori, penurunan GDP yang menunjukkan kelesuan pertumbuhan ekonomi, akan mengakibatkan kondisi pasar modal juga mengalami kelesuan. Namun secara logika, *stock market capitalism* hanya merupakan nilai saham yang terdaftar di pasar modal yang

belum ditransaksikan, dan walaupun nilai saham yang terdaftar banyak namun apabila nilai kapitalisasinya kecil, maka nyaris tidak berdampak terhadap harga saham sehingga pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi tidak terlalu besar dan memerlukan periode waktu yang lama, karena pergerakan harga saham sebagian besar hanya dipengaruhi oleh saham yang mempunyai nilai kapitalisasi yang besar. Hal ini juga sesuai dengan hasil penelitian dari Levine dan Zervos (1998), Rosseau dan Wachtel (2000), dan Beck dan Levine (2004), yang berkesimpulan bahwa nilai saham yang terdaftar di pasar modal kurang mampu untuk mendorong alokasi sumber dana.

Sementara itu berdasarkan kepada hasil *variance decomposition* dari hasil estimasi VECM yang berkenaan dengan pencarian variabel yang paling dominan berpengaruh dalam hubungannya dengan *ouput riil* (pertumbuhan ekonomi), diperoleh informasi bahwa penyumbang terbesar terjadinya *shock* dalam hubungan antara sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi adalah *stock market value traded*, dan ini wajar mengingat bahwa naik-turun atau membaik maupun melemahnya pertumbuhan ekonomi akan dengan cepat direspon oleh pasar modal. Saat sektor riil mengalami berbagai permasalahan struktural yang mengakibatkan struktur pertumbuhan ekonomi cenderung tidak berimbang, eksese likuiditas akan cepat terjadi di pasar finansial, dengan berbagai kerentanan yang melingkupinya. Salah satunya adalah semakin mengekalkan *liquidity overhang* (pengelembungan aset) yang ada di pasar finansial. Hal ini memang membuat sektor finansial berkembang cepat tetapi kurang optimal dalam memberikan dukungan kepada kegiatan di sektor riil. Selain itu, peran para pemodal asing yang masih sekedar mengadu keberuntungan dengan mengoptimalkan portofolionya di pasar finansial turut memberikan kontribusi kepada *liquidity overhang*.

## KESIMPULAN

Tulisan ini menginvestigasi keterkaitan antara aktivitas ekonomi dengan perkembangan sektor keuangan. Dua dekade terakhir, telah terjadi perubahan secara substansial terhadap sektor keuangan di Indonesia. Serangkaian deregulasi sektor keuangan telah membawa dampak luar biasa untuk kondisi ekonomi makro. Hasil uji kausalitas Granger menunjukkan *one-way causality* antara pertumbuhan ekonomi dengan *total deposit*, *private credit*, dan *stock market value traded*. Dimana hubungan kausalitas berasal dari pertumbuhan ekonomi menuju *private credit* dan *stock market value traded*. Sedangkan kausalitas ketiga berasal dari *total deposit* menuju pertumbuhan ekonomi. Analisa ekonometri dengan *Vector Error Correction Model* mendukung hipotesis signifikansi fenomena *demand-following (growth led finance)*, yaitu tumbuhnya lembaga keuangan modern beserta terciptanya kekayaan dan utang mereka, serta jasa keuangan yang berkaitan merupakan tanggapan atas permintaan terhadap jasa-jasa keuangan dari investor dan penabung di sektor riil dalam jangka pendek maupun jangka panjang, sehingga Bank Indonesia dan Pemerintah harus fokus dalam menciptakan peraturan hukum, Undang-Undang, dan kebijakan pendukung lain yang pada akhirnya akan mendorong sektor perbankan dan lembaga keuangan non-bank untuk melaksanakan fungsinya dengan tepat. Misalnya, perilaku perbankan yang mengakibatkan terjadinya *credit rationing* perlu ditindaklanjuti dalam koridor kebijakan perbankan yang lebih luas. Hal tersebut perlu ditopang bersama dengan Pemerintah dalam bentuk reformasi struktural untuk menciptakan iklim usaha yang kondusif sekaligus mengurangi persepsi risiko usaha yang masih tinggi. Berdasarkan *variance decomposition test*, variabel yang disinyalir sebagai variabel yang paling dominan berpengaruh menimbulkan *shock* dalam hubungan kausalitas di atas adalah *stock market value traded*, karena kecepatan dan besarnya pengaruh variabel ini dalam merespon dampak naik turunnya pertumbuhan ekonomi dan kebijakan-kebijakan ekonomi makro. Karena itu, Pemerintah dan Bank In-

donesia harus senantiasa berupaya untuk menjaga kestabilan ekonomi secara makro dan pasar modal khususnya, agar pada akhirnya *shock* yang ditimbulkan (misalnya adalah *liquidity overhang*) tidak terlalu berdampak kepada perekonomian nasional.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Calderon, C. & Liu, L. (2002) The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth. *Central Bank of Chile Working Paper*.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.
- Gurley, J. G. & Shaw, E. S. (1967). Financial Structure and Economic Development. *Economic Development and Cultural Changes*, 15(3), 257-268.
- Inggrid. (2006). Sektor Keuangan dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia: Pendekatan Kausalitas dalam Multivariate Vector Error Correction Model (VECM). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 8(1), 40-50.
- Jung, W. S. (1986). Financial Development and Economic Growth: International Evidence. *Economic Development and Cultural Change*, 34 (2), 333-346.
- Kaminsky, G. K. & Reinhart, C.M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Shorts Problem. *The American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- King, R. G. & Levine, R. (1993a). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, R. (2004). Finance and Growth: Theory and Evidence. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, 10766.
- Levine, R., Demirguc, K. A. & Beck, T. (2001). Law, Politics, and Finance. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2585
- Levine, R., Loayza, N. & Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31-77.
- Levine, R. & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, 88, 537-558.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington D. C.: The Brookings Institute.
- Neusser, K. & Kugler, M. (1998). Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries. *The Review of Economics and Statistics*, 80(4), 638-646.
- Patrick, H. T. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 174-189.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Unalmis, D. (2002). The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey. *The Central Bank of The Republic of Turkey Working Papers*, 3.