

**ANALISIS DAMPAK SIKLUS KEUANGAN  
TERHADAP PEREKONOMIAN DI INDONESIA**

**JURNAL ILMIAH**

**Disusun oleh :**

**Arafa Rizka Syaputra  
135020107111031**



**JURUSAN ILMU EKONOMI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS BRAWIJAYA  
MALANG  
2017**

## LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan judul :

### **ANALISIS DAMPAK SIKLUS KEUANGAN TERHADAP PEREKONOMIAN DI INDONESIA**

Yang disusun oleh :

Nama : Arafa Rizka Syaputra  
NIM : 135020107111031  
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis  
Jurusan : S1 Ilmu Ekonomi

Bahwa artikel Jurnal tersebut dibuat sebagai *persyaratan ujian skripsi* yang dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 15 Maret 2017

Malang, 15 Maret 2017

Dosen Pembimbing,

**Prof. Munawar Ismail, SE., DEA.,**

**Ph.D**

NIP. 19570212 198403 1 003

# ANALISIS DAMPAK SIKLUS KEUANGAN TERHADAP PEREKONOMIAN DI INDONESIA

Arafa Rizka Syaputra

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Email: arafasyaputra@yahoo.com

## ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui dampak siklus keuangan terhadap perekonomian di Indonesia. Variabel yang termasuk siklus keuangan adalah total kredit, pertumbuhan kredit, IHSG dan indeks harga properti. Sedangkan, variabel perekonomian di Indonesia adalah pertumbuhan produk domestik bruto riil. Data yang digunakan adalah data sekunder bersumber dari Bank Indonesia, *Bank For International Settlements* dan *Census Economic Information Center*. Penelitian ini menggunakan data *time series* periode 1990 Q:1-2015 Q:4 dan menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM). Hasil penelitian menunjukkan berdasarkan hasil estimasi VECM ditemukan bahwa siklus keuangan IHSG tidak memiliki dampak jangka panjang terhadap perekonomian di Indonesia. Sementara, siklus keuangan total kredit, pertumbuhan kredit, dan indeks harga properti memiliki dampak positif dan signifikan terhadap perekonomian di Indonesia dalam jangka panjang

Kata Kunci: siklus keuangan, pertumbuhan ekonomi, *vector error correction model*

---

## 1. PENDAHULUAN

Kuncoro (2016) mengemukakan bahwa indikator baik atau buruknya perekonomian suatu negara dan tolak ukur kesejahteraan masyarakat dicerminkan dari pertumbuhan ekonomi. Begitu pentingnya pertumbuhan ekonomi, maka banyak ekonom memfokuskan penelitiannya pada pengembangan model dan mengidentifikasi faktor-faktor yang menghambat keberlangsungan perekonomian suatu negara. Pertumbuhan ekonomi merupakan suatu proses dimana terjadi kenaikan pada *real gross domestic product* (GDP riil) atau pendapatan nasional riil. Jadi, perekonomian dikatakan tumbuh, berkembang bila terjadi pertumbuhan output (GDP riil).

Dalam pelaksanaannya, pertumbuhan ekonomi dipengaruhi oleh sektor keuangan. Sektor keuangan yang semakin berkembang diyakini akan mendorong pertumbuhan ekonomi (Seven dan Yetniker, 2015). Namun, apabila sektor keuangan terganggu maka akan mengakibatkan dampak buruk terhadap perekonomian (Akinboade 2000; Levine 2001; Andersen et al 2003; Moradia et al 2016). Hal tersebut juga senada yang diyakini oleh Bencivenga et al. (1995), King dan Levine (1993), Beck dan Levine (2004) (dalam Seven dan Yetniker 2015) yang menyatakan bahwa sistem keuangan yang bekerja dengan baik dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Ditemukan penelitian mengenai sektor keuangan yang berfokus pada pergerakan variabel keuangan yang disebut sebagai siklus keuangan untuk melihat dampaknya pada perekonomian<sup>1</sup>. Leung (2003) mengidentifikasi hubungan antara harga perumahan dan pertumbuhan ekonomi. Penelitian Leung (2003) digunakan untuk melihat fluktuasi dalam perekonomian khususnya harga perumahan. Claessens et al (2011) meneliti siklus keuangan pada *Organization for Economic Development* (OECD) dengan rentang observasi 1960 Q:1-2007Q:4. Claessens et al (2011) menyatakan siklus keuangan dapat dijelaskan dengan harga saham, harga perumahan dan kredit. Drehmann et al (2012)

---

<sup>1</sup> Lihat Claudio Borio (2012) dengan judul penelitian "*Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?*"

meyakini bahwa harga saham tidak memengaruhi variabel siklus keuangan lainnya dan siklus keuangan hanya dibentuk dari kredit, rasio kredit terhadap PDB, dan harga properti. Rey (2013) melakukan penelitian siklus keuangan global dan independensi kebijakan moneter. Sebagai hasilnya, Rey (2013) menjelaskan *velocity index* (VIX) penyebab jatuhnya total kredit global selama empat kuartal.

Di Indonesia penelitian mengenai siklus keuangan pernah dilakukan oleh Alamsyah *et al.* (2014) yang mencakup periode sekitar 1998 sebagai periode terjadinya krisis keuangan terparah di Indonesia dan kawasan Asia. Alamsyah *et al.* (2014) menyusun siklus keuangan meliputi variabel yang menggambarkan keterbatasan pembiayaan (*broad credit* dan *narrow credit*), rasio kredit terhadap GDP dan harga aset yang menggambarkan risiko (IHSG dan IHPR). Adapun sebagai hasilnya, siklus keuangan memiliki panjang dua kali siklus bisnis, dengan rata-rata panjang siklus keuangan 9 sampai 10 tahun. Namun, siklus keuangan *narrow credit* memberikan informasi lebih awal dibandingkan siklus keuangan *broad credit*. Alasannya SKI *narrow credit* memiliki standar deviasi dan rasio yang lebih rendah dibandingkan standar deviasi dan rasio dari siklus keuangan *broad credit*.

Dalam hal yang lebih spesifik, penelitian mengenai siklus keuangan masih sulit ditemukan untuk menjelaskan dampak siklus keuangan terhadap perekonomian. Penelitian-penelitian yang sering ditemukan adalah penelitian mengenai siklus bisnis dan sangat sedikit menjelaskan hubungannya dengan siklus keuangan. Khususnya di dalam negeri, masih sangat sedikit ditemukan penelitian tentang dampak siklus keuangan terhadap perekonomian. Padahal, penelitian mengenai siklus keuangan menjadi penting dan menarik dikarenakan semakin berkembangnya kondisi perekonomian dan semakin aktifnya para pelaku ekonomi maka aktivitas atau kegiatan ekonominya akan mempengaruhi perekonomian Indonesia. Menganalisis siklus keuangan juga berguna untuk mengetahui kondisi perkembangan sektor keuangan dan pengaruhnya terhadap perekonomian. Dengan kata lain, menganalisis dampak dari siklus keuangan akan memberikan gambaran apakah pergerakan pada variabel-variabel tertentu memengaruhi atau tidak memengaruhi secara positif atau negatif terhadap perekonomian. Oleh karena itu, peneliti dalam kesempatan kali ini, akan menjelaskan dampak siklus keuangan terhadap perekonomian di Indonesia.

Paper ini terbagi menjadi 6 bagian, pertama pendahuluan, kedua adalah landasan teori, ketiga adalah data dan metodologi, keempat hasil empiris, kelima adalah kesimpulan dan keenam adalah saran atau rekomendasi.

## **2. KERANGKA TEORI**

### **2.1 Definisi dan Karakteristik Siklus Keuangan**

Berbeda dengan penelitian mengenai siklus ekonomi, penelitian mengenai siklus keuangan semakin meningkat setelah terjadinya Krisis Asia 1997/1998 dan Krisis Keuangan Global tahun 2008. Penelitian mengenai siklus keuangan dimotivasi oleh keinginan untuk mengetahui kondisi terkini mengenai sistem keuangan. Namun, dikarenakan masih sedikitnya penelitian mengenai siklus keuangan, maka ditemukan beragam definisi mengenai siklus keuangan berdasarkan pada fokus masing-masing penelitian.

Menurut Ng (2011) siklus keuangan merupakan perubahan persepsi dan sikap terhadap risiko keuangan dari waktu ke waktu. Menurut Drehmann *et al.* (2011) siklus keuangan merupakan "*comovement of medium term cycles in credit and property prices*". Artinya, siklus keuangan adalah pergerakan kredit dan harga properti dalam jangka menengah. Hatzius *et al.* (2010) menyatakan siklus keuangan adalah komposit dari beberapa variabel sistem keuangan dan moneter seperti pertumbuhan kredit, harga saham, harga properti, harga komoditi, nilai tukar, dan *aggregate money*. Claessens *et al.* (2012) menyatakan "*financial cycles is concentrate on cycles in three distinct market segments, which together constitute the core of financial intermediation*". Artinya, siklus keuangan merupakan konsentrasi dari tiga segmen pasar yang berbeda yang bersama-sama merupakan inti dari intermediasi keuangan.

Definisi yang dikemukakan menurut Borio (2012) secara umum dapat mewakili definisi mengenai siklus keuangan, yaitu siklus keuangan merupakan hasil interaksi antara persepsi mengenai harga dan risiko, perilaku terhadap risiko, dan kendala pembiayaan (*financial constraint*). Siklus keuangan disusun untuk mengetahui Indeks Stabilitas Sistem Keuangan (ISSK) dengan durasi minimal 15 tahun untuk mendeskripsikan fase titik puncak (*peak*) dan fase lembah (*trough*). Adanya perubahan siklus keuangan (fase *peak* atau fase *trough*) tidak hanya disebabkan oleh suatu perubahan dalam struktur kebijakan, baik kebijakan dalam negeri maupun kebijakan dari luar negeri.

Dari berbagai definisi yang dikemukakan oleh peneliti-peneliti terdahulu, menurut Alamsyah *et al.* (2014) terdapat tiga (3) karakteristik siklus utama siklus keuangan, yaitu:

- (i) Paling dekat dideskripsikan menggunakan kredit dan harga properti, Pernyataan tersebut mengacu pada Claessens *et al.* (2011) yang menyatakan bahwa kredit merupakan variabel utama dalam penelitian mengenai siklus keuangan karena kredit merupakan penghubung antara tabungan dan investasi. Kredit juga merupakan representasi dari batasan pembiayaan yang dimiliki oleh suatu negara. Sementara itu, harga properti berhubungan erat dengan kredit. Harga properti diduga mengalami kenaikan pada masa ekspansi kredit dan harga properti diduga mengalami penurunan pada masa kontraksi kredit (Claessens *et al.*, 2011 dan Drehmann *et al.*, 2012). Harga properti sebagai harga aset juga mencerminkan perilaku agen ekonomi terhadap risiko keuangan.
- (ii) Titik puncak (*peak*) dari siklus keuangan erat kaitannya dengan krisis keuangan, Penelitian Drehmann *et. al* (2012) terhadap siklus keuangan tujuh negara dibandingkan dengan waktu terjadinya krisis adalah umumnya krisis terjadi tidak jauh dari titik puncak (*peak*) pada siklus keuangan, khususnya untuk krisis yang berasal dari domestik (*home grown crisis*). Sedangkan untuk titik krisis yang jauh dari *peak* umumnya disebabkan oleh luar negeri (*cross border*).
- (iii) Dapat membantu untuk mendeteksi risiko tekanan keuangan lebih awal secara *real time*, Siklus keuangan dapat mendeteksi risiko tekanan keuangan lebih awal secara *real time* dengan cara *memonitoring* rasio kredit dan harga propeti. Hal tersebut karena pada masa ekspansi, umumnya rasio kredit terhadap GDP mengalami peningkatan, sedangkan harga properti cenderung meningkat dan kemudian menurun sebelum krisis terjadi yang salah satunya diakibatkan oleh mulai berkurangnya pembiayaan.

## **2.2 Demand Following Hypothesis dan Supply Leading Hypothesis**

Siklus keuangan yang dibentuk dari kredit dan dampaknya terhadap perekonomian dapat dijelaskan melalui teori *financial development and economic growth*. Berkembangnya jasa keuangan merupakan respon permintaan masyarakat dalam suatu perekonomian yang disebut sebagai *demand following hypothesis* (Levine dan Zervos, 1998; Dritsaki dan Bargiota, 2005). Sedangkan, sektor keuangan mendahului dan mendorong pertumbuhan sektor riil disebut sebagai *supply leading hypothesis* (Levine dan Zervos, 1998; Dritsaki dan Bargiota, 2005; Deltuvaite, 2014). Negara yang sistem keuangannya berkembang dengan pesat, maka akan mengalami pertumbuhan ekonomi yang lebih cepat yang menandakan perkembangan keuangan (*financial development*) menyebabkan pertumbuhan ekonomi (Hicks 1969 dan Miller 1998( dalam Thierry *et al.* 2016) dan Adu *et al.* 2013). Pada saat sektor keuangan mengalami peningkatan yang ditandai dengan adanya ekspansi kredit, maka kredit dapat menggerakkan sektor riil dengan membentuk akumulasi modal (investasi) yang dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi (Hung dan Cothren, 2002 ; Lu dan Sen, 2012 ;Tang, 2016). Bahadir dan Gumus (2016) dan Avdjiev dan Zeng (2014) juga megatakan bahwa adanya perkembangan sektor keuangan yang ditandai dengan peningkatan pertumbuhan ekonomi dapat mengakselerasi pertumbuhan ekonomi. Hal tersebut juga seperti yang dikemukakan oleh Banu (2013) bahwa terdapat hubungan positif antara kredit yang diberikan untuk rumah tangga terhadap PDB, dan kredit yang diberikan untuk administrasi publik terhadap PDB. Dengan adanya peningkatan kredit yang disalurkan kepada debitur secara otomatis dapat menggerakkan sektor riil berupa perluasan usaha dan perluasan lapangan kerja.

Peran harga saham dalam perekonomian tercermin dari peningkatan IHSG. Ketika harga saham mengalami peningkatan, maka hal tersebut mencerminkan optimisme investor terhadap perekonomian. Kenaikan harga saham berarti peningkatan investasi dan karena investasi merupakan komponen pendapatan nasional, maka ketika investasi mengalami peningkatan, maka akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi (*output growth*) dalam jangka panjang (Naceur dan Ghazaoui, 2007)

Sementara itu, pembahasan mengenai harga properti tidak dapat dipisahkan dari *Friedman's permanent income hypothesis*. Friedman secara umum membagi pendapatan menjadi dua komponen, yaitu pendapatan permanen dan pendapatan sementara. Dalam hal ini, Miller *et al.* (2011) mengembangkan lebih lanjut mengenai hipotesis pendapatan tetap Friedman yang mengemukakan bahwa individu akan mengubah pola konsumsinya jika harga perumahan mempengaruhi kehidupan mereka berupa peningkatan kekayaan (Miller *et al.*, 2011). Misalnya, karena ekuitas properti merupakan komponen kekayaan pemilik properti maka pada saat harga properti dan aset lainnya mengalami kenaikan maka secara otomatis akan meningkatkan kekayaan pemilik properti. Namun sebaliknya, ketika harga properti cenderung mengalami penurunan maka efek kekayaan individu pun akan berkurang. Individu akan merespon keadaan tersebut dengan dua preferensi. *Pertama*, individu tidak akan menjual properti atau aset yang dimiliki dan beranggapan perekonomian akan kembali pada kondisi normal. *Kedua*, individu akan merespon dengan kepanikan dengan menjual harga aset pada harga berapapun guna untuk menghindari kerugian lebih lanjut. Preferensi individu yang pertama ataupun kedua memiliki makna yang serupa bahwa penurunan harga aset (harga properti) berarti penurunan nilai kekayaan, penurunan nilai kekayaan berarti penurunan konsumsi. Sehingga, jika perekonomian mengalami resesi yang disebabkan efek kekayaan berupa penurunan harga properti, hal tersebut juga mencerminkan penurunan konsumsi rumah tangga yang mencerminkan penurunan pendapatan nasional (Miller *et al.*, 2011).

### 3. DATA DAN METODOLOGI

Studi ini menjelaskan dampak siklus keuangan terhadap perekonomian di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder periode 1990 Q:1 – 2015 Q:4 yang diperoleh dari *Bank For International Settlement, Census Economic Information Center* dan Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia. Dalam penelitian ini, digunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM) untuk menjelaskan apakah terdapat hubungan jangka panjang diantara variabel pertumbuhan produk domestik bruto riil, total kredit, pertumbuhan kredit, IHSG, dan indeks harga properti.

$$\Delta Growth_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta Growth_{t-1} + \gamma_2 \Delta LTK_{t-1} + \gamma_3 \Delta PK_{t-1} + \gamma_4 \Delta LIHSG_{t-1} + \gamma_5 \Delta LPPI_{t-1} - \alpha_1 (growth_{t-1} - \gamma_1 growth_{t-2} - \gamma_2 LTK_{t-2} - \gamma_3 PK_{t-1} - \gamma_4 LIHSG_{t-2} - \gamma_5 LPPI_{t-2}) + et$$

Dimana  $\Delta$  adalah *The first difference of relevant non stasionary variables*,  $\gamma_0$  adalah Konstanta,  $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4, \gamma_5$  adalah koefisien, *growth* adalah pertumbuhan produk domestik bruto riil, *LTK* adalah Logaritma Total Kredit, *PK* adalah Pertumbuhan Kredit, *LIHSG* adalah Logaritma IHSG, *t-1* adalah (Kelambanan) dan *et* adalah Error. Elemen terakhir merupakan persamaan jangka panjang atau persamaan kointegrasi (*cointegrating equation*) dengan variabel dependen bergantian dan regresor yang sama. Parameter  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5$  ditambahkan sebagai parameter disebut sebagai koefisien atau vector kointegrasi. Namun demikian, karena dalam penelitian ini untuk mengetahui dampak siklus keuangan terhadap perekonomian, maka penelitian ini menggunakan model atau persamaan.

### 4. HASIL EMPIRIS (EMPIRICAL RESULTS)

Tabel 4.1 Hasil Uji Stasioneritas (Unit Root Test)

Variabel	ADF T-Statistic (Level)	ADF T-Statistic 1 <sup>st</sup> Difference

<b>Pertumbuhan PDB Riil</b>	<b>-5.021595* ** ***</b>	<b>-12.46849* ** ***</b>
<b>Total Kredit</b>	<b>-1.70395</b>	<b>-5.772361* ** ***</b>
<b>Pertumbuhan Kredit</b>	<b>-6.674321* ** ***</b>	<b>-7.328430* ** ***</b>
<b>IHSG</b>	<b>-2.90517</b>	<b>-9.734382* ** ***</b>
<b>Indeks Harga Properti</b>	<b>-4.445271* ** ***</b>	<b>-6.110250* ** ***</b>

Sumber: Hasil Estimasi EViews 8, 2016

#### 4.2 Penentuan Lag Optimum (*Lag Length Criteria*)

Penentuan *lag* model dalam penelitian ini menggunakan hasil dari uji *Likelihood Ratio*, *Final Prediction Error* (FPE), *Alaike Information Criteria* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SIC), dan *Hannan Quinn Criterion* (HQ) dimana hasil dalam uji panjang lag (*lag length*) ditentukan dengan jumlah bintang (\*) terbanyak yang direkomendasi dari masing-masing kriteria penentuan *lag length*.

**Tabel 4.2 Hasil Uji Lag Optimum (*Lag Length Criteria*)**

<b>Lag</b>	<b>LogL</b>	<b>LR</b>	<b>FPE</b>	<b>AIC</b>	<b>SC</b>	<b>HQ</b>
<b>0</b>	<b>-470.16</b>	<b>NA</b>	<b>0.00922</b>	<b>9.50321</b>	<b>9.63347</b>	<b>9.55593</b>
<b>1</b>	<b>250.427</b>	<b>1354.71</b>	<b>8.38E-09</b>	<b>-4.4085</b>	<b>-3.626992*</b>	<b>-4.0922</b>
<b>2</b>	<b>304.614</b>	<b>96.4523</b>	<b>4.69E-09</b>	<b>-4.9923</b>	<b>-3.5594</b>	<b>-4.4124</b>
<b>3</b>	<b>333.335</b>	<b>48.2511</b>	<b>4.40E-09</b>	<b>-5.0667</b>	<b>-2.9826</b>	<b>-4.2232</b>
<b>4</b>	<b>390.076</b>	<b>89.65159*</b>	<b>2.37E-09*</b>	<b>-5.701525*</b>	<b>-2.9661</b>	<b>-4.594448*</b>

Sumber : Hasil Estimasi EViews 8, 2016

#### 4.3 Uji Kointegrasi (*Johansen Cointegration Test*)

**Tabel 4.3 Uji Kointegrasi (*Johansen Cointegration Test*)**

<b>Trace Statistic</b>	<b>Critical Value</b>	<b>Max-Eigen Statistic</b>	<b>Critical Value</b>
	<b>0.05</b>		<b>0.05</b>
<b>121.91</b>	<b>88.8038</b>	<b>44.591</b>	<b>38.331</b>
<b>77.3185</b>	<b>63.8761</b>	<b>35.5334</b>	<b>32.1183</b>

Sumber: Hasil Estimasi EViews 8, 2016

Hasil uji kointegrasi metode Johansen menunjukkan bahwa terdapat hubungan kointegrasi antar variabel dalam penelitian. Hal ini terindikasi dari nilai *Trace Statistic* lebih besar dari *critical value*, dan nilai *Max-Eigen Statistic* lebih besar dari *critical value*. Dengan demikian, terkointegrasinya suatu data menunjukkan indikasi yang tepat untuk menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM) karena memiliki hubungan jangka panjang.

#### 4.3 Estimasi *Vector Error Correction Model* (*Vector Error Correction Model Estimates*)

Setelah mengetahui terdapat hubungan kointegrasi diantara variabel-variabel penelitian, maka tahap selanjutnya adalah membentuk model VECM. Estimasi VECM. Hasil estimasi VECM yang akan disesuaikan dengan rumusan masalah yaitu variabel Pertumbuhan PDB Riil sebagai variabel endogen.

Pengaruh variabel total kredit, pertumbuhan kredit, IHSG, dan indeks harga properti dalam jangka panjang dapat dilihat melalui persamaan kointegrasi yang diambil dari hasil estimasi VECM. Persamaan kointegrasi dari estimasi model VECM sebagai berikut:

$$Growth = 12.30433 + 8.394307LTK + 5.052304PK + 2.263828LIHSG + 23.47193LPPI$$

**Tabel 4,3 Hasil Estimasi EViews Koefisien dan T-Statistik pada Persamaan Jangka Panjang**

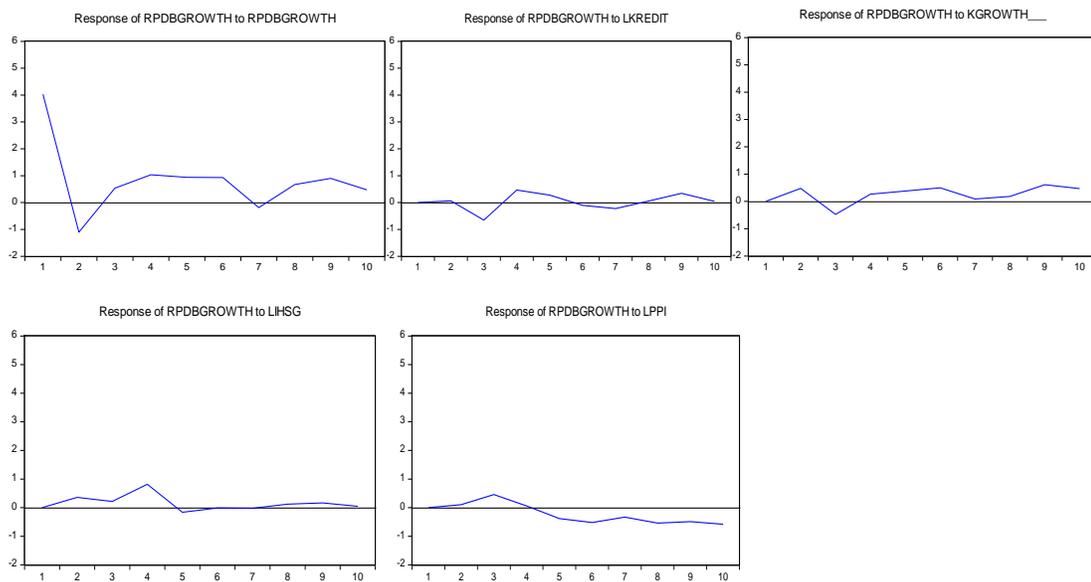
Variabel	Koefisien	T-Statistik	Hasil
Total Kredit	8.39431	[-1.66527]	Signifikan
Pertumbuhan Kredit	5.0523	[-4.53187]	Signifikan
IHSG	2.263828	[ 0.49645]	Tidak Signifikan
Indeks Harga Properti	23.47193	[ 2.44759]	Signifikan
C	12.30433	-	-

Sumber: Hasil Estimasi EViews, 2016

Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa siklus keuangan total kredit, pertumbuhan kredit dan indeks harga properti memiliki dampak positif dan signifikan terhadap pertumbuhan produk domestik bruto riil. Sementara, siklus keuangan IHSG tidak memiliki dampak pada pertumbuhan produk domestik bruto riil. Dampak jangka pendek dari hasil estimasi model VECM dapat dilihat dari analisis *impulse response function* (IRF) dan *forecast error decomposition of variance*.

#### 4.4 Impulse Response Function

Setelah mengestimasi *Vector Autoregressive* atau *Vector Error Correction Model* (Model VAR atau VECM), diperlukan adanya metode yang dapat mencirikan struktur dinamis yang dihasilkan oleh VAR atau VECM secara jelas. Hal tersebut dapat dilakukan dengan melihat *Impulse Response Function* yang memberikan gambaran respon dari suatu variabel di masa yang akan datang terhadap *shock* dari variabel itu sendiri maupun dari variabel lain.



Berdasarkan gambar tersebut, dapat dilihat respon pertumbuhan PDB riil terhadap *shock* siklus keuangan berbeda-beda. Dalam memengaruhi dirinya sendiri, respon pertumbuhan PDB riil cenderung merespon positif. Respon pertumbuhan PDB riil terhadap siklus keuangan total kredit, pertumbuhan kredit dan IHSG juga cenderung positif. Sementara, respon pertumbuhan PDB riil terhadap *shock* indeks harga properti cenderung negatif dan dekat dengan garis keseimbangan.

#### 5. KESIMPULAN (CONCLUSIONS)

*Pertama*, diketahui bahwa siklus keuangan total kredit memiliki dampak positif dan signifikan terhadap pertumbuhan produk domestik bruto riil di Indonesia dalam jangka panjang. Hal

ini mengindikasikan bahwa ketika total kredit meningkat, maka meningkatkan pertumbuhan produk domestik bruto riil. Respon pertumbuhan produk domestik bruto riil terhadap *shock* siklus keuangan total kredit, secara rata-rata direspon positif hingga akhir periode dan dekat dengan garis keseimbangan.

*Kedua*, diperoleh bahwa siklus keuangan pertumbuhan kredit memiliki dampak positif dan signifikan terhadap pertumbuhan produk domestik bruto riil di Indonesia dalam jangka panjang. Hal ini mengindikasikan bahwa ketika pertumbuhan kredit mengalami pergerakan (siklus) peningkatan, maka akan meningkatkan produk domestik bruto riil. Respon pertumbuhan produk domestik bruto riil terhadap *shock* siklus keuangan pertumbuhan kredit, secara rata-rata direspon positif hingga akhir periode dan dekat dengan garis keseimbangan.

*Ketiga*, diperoleh pula fakta empiris bahwa siklus keuangan harga saham tidak memiliki dampak positif dan negatif signifikan terhadap pertumbuhan produk domestik bruto riil di Indonesia dalam jangka panjang. Hal ini mengindikasikan bahwa ketika harga saham (IHSG) mengalami peningkatan atau penurunan tidak menambah maupun mengurangi pertumbuhan produk domestik bruto riil di Indonesia dalam jangka panjang. Respon pertumbuhan produk domestik bruto terhadap *shock* siklus keuangan IHSG, secara rata-rata direspon positif pada jangka pendek.

*Terakhir*, diperoleh bahwa siklus keuangan indeks harga properti memiliki dampak positif dan signifikan terhadap pertumbuhan produk domestik bruto riil di Indonesia dalam jangka panjang. Hal ini mengindikasikan bahwa ketika indeks harga properti mengalami peningkatan, maka dapat meningkatkan pertumbuhan produk domestik bruto riil. Namun, dalam jangka pendek respon pertumbuhan produk domestik bruto riil terhadap *shock* siklus keuangan indeks harga properti, secara rata-rata direspon secara negatif.

## **6. SARAN (RECOMMENDATIONS)**

*Pertama*. Menyadari bahwa siklus keuangan total kredit, pertumbuhan kredit dan indeks harga properti memiliki dampak jangka panjang dan jangka pendek terhadap perekonomian, maka kredit seharusnya dapat dialirkan ke sektor-sektor produktif tidak hanya sektor properti demi menunjang pertumbuhan ekonomi. Namun demikian, dibutuhkan koordinasi yang baik antara pemerintah, Bank Indonesia selaku bank sentral, Otoritas Jasa Keuangan dan Lembaga Penjamin Simpanan untuk mengantisipasi peningkatan kredit secara cepat (*credit booms*), karena dalam jangka panjang, peningkatan kredit secara cepat identik dengan krisis keuangan. Sementara, untuk siklus keuangan IHSG pemerintah harus mampu membuat iklim investas yang kondusif dan pengembangan pasar modal untuk menarik investor asing maupun domestik, agar siklus keuangan IHSG memiliki dampak positif dengan perekonomian dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

*Kedua*, memperkuat bauran kebijakan (kebijakan makroprudensial dan moneter) serta kebijakan fiskal dan membangun komunikasi yang lebih efektif antara pemerintah dan bank sentral. Dengan cara melakukan pertemuan satu bulan sekali atau triwulan untuk membahas isu terkini, khususnya isu dari dinamika perekonomian global yang akan mengaruhi siklus keuangan di Indonesia. Agar kedepannya diharapkan variabel siklus keuangan memengaruhi pertumbuhan ekonomi lebih cepat, namun tetap dibawah kendali atau tidak overheating.

*Ketiga*, khususnya untuk pasar modal dan pasar keuangan ,pemerintah dapat memberikan edukasi dan informasi menyeluruh mengenai pasar modal dan pasar keuangan. Dimana adanya bukti keseriusan mengenai program inklusi keuangan (*financial inclusions*) yang berguna untuk memberika edukasi kepada masyarakat mengenai akses keuangan.

## **DAFTAR PUSTAKA**

Adjasi, C.K.D. dan Biekpe, N.B. 2006. Stock market development and economic growth: The case of

- selected African countries. *African Development Review*. Vol. 18 No. 1. hal. 144–161.
- Adu, G., Marbuah, G. dan Mensah, J.T. 2013. Financial development and economic growth in Ghana: Does the measure of financial development matter?. *Review of Development Finance*. University of Cairo. Vol. 3 No. 4 hal. 192–203.
- Alamsyah, H., Adamanti, J. dan Yumanita, D. 2014. Siklus Keuangan Indonesia, *Bank Indonesia Working Paper*, Vol. 8. hal. 1–52.
- Avdjiev, S. dan Zeng, Z. 2014. Credit growth, monetary policy and economic activity in a three-regime TVAR model. *Applied Economics*. Vol. 46 No. 24. hal. 2936–2951.
- Bahadir, B. dan Gumus, I. 2016. Credit decomposition and business cycles in emerging market economies. *Journal of International Economics*. Vol. 103. hal. 250–262.
- Banu, I.M. 2013. The Impact of Credit on Economic Growth in the Global Crisis Context. *Procedia Economics and Finance*. Vol. 6. hal. 25–30.
- Borio, C. 2012. The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?. *BIS Working Papers*. Vol. 45 No. 395. hal. 182-298.
- Claessens, S., Kose, M.A. dan Marco, E. 2010. Financial Cycles : What ? How ? When ? Financial Cycles : What ? How ? When ??. *NBER International Seminar on Macroeconomics*. Vol. 7 No. 1. hal. 303–344.
- Deltuvaite, V. dan Sineviciene. L. 2014. Investigation of Relationship between Financial and Economic Development in the EU Countries, *Procedia Economics and Finance*. Vol. 14 No. 14. hal. 173–180.
- Drehmann, M., Borio, C. dan Tsatsaronis, K. 2012. Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!. *BIS Working Papers*. No. 380. hal. 1-37.
- Dritsaki, C. dan Dritsaki-Bargiota, M. 2005. The causal relationship between stock. credit market and economic development: An empirical evidence for Greece. *Economic Change and Restructuring*. Vol. 38 No. 1. hal. 113–127.
- Hung, F.-S. dan Cothren, R. 2002. Credit market development and economic growth. *Journal of Economics and Business*. Vol. 54 No. 2. hal. 219–237.
- Levine, R. 2001. International Financial Liberalization and Economic Growth. *Review of International Economics*. Vol. 9 No. 4. hal. 688–702.
- Lunde, A. dan Timmermann, A. 2012. Duration Dependence in Stock Prices Duration Dependence in Stock Prices: An Analysis of Bull and Bear Markets, *Journal of Business & Economic Statistics*. Vol. 22 No. 3. hal. 253–273.
- Levine, R dan Zervos, S. 1998. Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*. Vol. 88 No. 3. hal. 537–558.
- Miller, N., Peng, L. dan Sklarz, M. 2011. House Prices and Economic Growth. *Journal of Real Estate Finance and Economics*. Vol. 42 No. 4. hal. 522–541.
- Miranda-Agrippino dan Rey, H. 2015. World Asset Markets and The Global Financial Cycle, *NBER Working Paper Series*, No. 21722. hal. 1–38.
- Moradi, Z.S., Mirzaeenejad, M. dan Geraeenejad, G. 2016. Effect of Bank-Based or Market-Based Financial Systems on Income Distribution in Selected Countries. *Procedia Economics and Finance*. Vol. 36 No. 16, hal. 510–521.
- N'Zue, F.F. 2006. Stock Market Development and Economic Growth : Evidence from Cote D'Ivoire. *African Development Review*. Vol. 18 No. 1. hal. 123–144.
- Naceur, S. Ben dan Ghazouani, S. 2007. Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region. *Research in International Business and Finance*. Vol. 21 No. 2. hal. 297–315.
- Otto, G. 2007. The growth of house prices in Australian capital cities: What do economic fundamentals explain?. *Australian Economic Review*. Vol. 40 No. 3. hal. 225–238.
- Rey, H. 2015. Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle And Monetary Policy Independence. *IMF Economic Review*. Vol. 62 No. 4. hal. 569–605.
- Seifallah, S. dan Mohammed Sami, B.A. 2014. The Credit – Growth Nexus : New Evidence from Developing and Developed Countries. *Economic Notes*. Vol. 43 No. 2. hal. 115–135.
- Seven dan Yetkiner, H. 2016. Financial intermediation and economic growth: Does income matter?. *Economic Systems*. Vol. 40 No. 1. hal. 39–58.

- Tang, C.F. 2013. The linkage between stock price and economic growth in Australia: A chicken-and-egg paradox?. *Economic Research*. Vol. 26 No. 2. hal. 99–116.
- Thierry, B., Jun, Z. dan Doumbe, D. 2016. Causality Relationship between Bank Credit and Economic Growth: Evidence from a Time Series Analysis on a Vector Error Correction Model in Cameroon. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. Vol. 235. hal. 664–671.
- Yuksel, A. 2016. The relationship between stock and real estate prices in Turkey: Evidence around the global financial crisis. *Central Bank Review*. Vol. 16 No. 1, hal. 33–40.