

Efektifitas Kebijakan Makroprudensial dalam Mengatasi *Credit Boom, Asset Bubbles* dan Prosiklikalitas Modal: Analisis Meta

Naufal Putra Kusuma*

* Penulis korespondensi. Jurusan Ilmu Ekonomi, Universitas Katolik Parahyangan, Indonesia.

Calvin

Jurusan Ilmu Ekonomi, Universitas Katolik Parahyangan, Indonesia.

Abstract

JEL Classification Code:

G18, E320, E580

Kata kunci: : instrumen makroprudensial, *credit boom*, *asset bubble*, prosiklikalitas modal

Email penulis:

2017110048@student.unpar.ac.id*,
2017110057@student.unpar.ac.id

Crises most often occur due to the procyclicality of asset prices, bank credit, and foreign capital flows. The existence of macroprudential policies is expected to mitigate the occurrence of a crisis. This literature review discusses macroprudential policy instruments that can mitigate the procyclicality of credit booms, asset bubbles, and the procyclicality of capital flows in developing countries. Using meta-analysis, we reviewed the five works of literature for each procyclicality. The results show that LTV is the most frequently chosen instrument and is effective in mitigating the three risks of procyclicality. CCB instruments can mitigate credit booms, and DTI can withstand asset price spikes. In addition, the reserve requirements and capital requirements instruments are considered effective in overcoming the procyclicality of capital flows. It can be concluded that the policy is the right choice for mitigating a crisis.

Abstrak

Krisis paling sering terjadi karena prosiklikalitas harga aset, kredit bank, dan arus modal asing. Adanya kebijakan makroprudensial diharapkan dapat memitigasi terjadinya krisis. Kajian literatur ini membahas instrumen kebijakan makroprudensial yang dapat memitigasi prosiklikalitas credit boom, asset bubble, dan prosiklikalitas aliran modal di negara berkembang. Menggunakan meta-analisis, kami meninjau lima karya sastra untuk setiap prosiklikalitas. Hasilnya menunjukkan bahwa LTV merupakan instrumen yang paling sering dipilih dan efektif dalam memitigasi tiga risiko prosiklikalitas. Instrumen CCB dapat memitigasi ledakan kredit, dan DTI dapat menahan lonjakan harga aset. Selain itu, instrumen GWM dan kewajiban modal dinilai efektif mengatasi prosiklikalitas arus modal. Dapat disimpulkan bahwa kebijakan tersebut merupakan pilihan yang tepat untuk memitigasi krisis.

Pendahuluan

Krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1998 dan 2008 menyebabkan terjadinya penurunan perekonomian yang sangat parah serta durasi yang tidak menentu. Terjadinya gejala pada sektor keuangan menyebar ke sektor riil yang berdampak terhadap negara maju, berkembang, serta negara dengan pendapatan rendah. Oleh karena itu, banyak negara mengeluarkan biaya yang besar dalam mengatasi krisis tersebut. Biaya pemulihan yang besar, membuat bank sentral serta pemerintah

membuat langkah-langkah pencegahan terjadinya krisis. Langkah yang dilakukan yaitu dengan penyempurnaan kebijakan mikroprudensial dan pengembangan kebijakan makroprudensial (Juhro, 2020).

Krisis paling sering terjadi akibat adanya prosiklikalitas di tiga sektor, yaitu: (i) harga aset keuangan, baik properti maupun harga sekuritas, (ii) kredit perbankan dan inovasi produk keuangan turunannya, dan (iii) aliran modal asing, khususnya utang luar negeri dan investasi portofolio. Juhro dan Warjiyo (2016) mengartikan prosiklikalitas sebagai sebuah fenomena dimana siklus keuangan mengakselerasi siklus ekonomi yang dikenal dengan peristiwa *boom* dan *bust*. Namun, terjadinya prosiklikalitas tidak hanya disebabkan oleh interaksi antara siklus bisnis dan siklus keuangan, namun dipengaruhi juga oleh siklus perilaku terhadap risiko, yang dapat diartikan sebagai perilaku yang ditandai oleh optimisme yang berlebihan ketika siklus ekonomi membaik dan pesimisme yang berlebih ketika perekonomian sedang memburuk (Nijathaworn, 2009).

Terjadinya krisis menandakan bahwa belum terciptanya stabilitas sistem keuangan yang kuat. Abubakar et al. (2020) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kebijakan moneter dan kebijakan fiskal merupakan dua kebijakan yang paling sering digunakan dan efektif dalam memitigasi terjadinya krisis. Namun, Dell'Aricecia et al., (2012) menyatakan bahwa kebijakan moneter saja tidak cukup dalam mengatasi krisis karena terdapat konflik pada tujuan kebijakan seperti pada beberapa kasus, krisis dapat terjadi pada kondisi perekonomian yang tampaknya tenang sehingga pada kondisi tersebut kebijakan moneter yang diperlukan untuk menahan *boom* dapat tidak sesuai dengan target inflasi yang menjadi tujuan kebijakan moneter. Selain itu ketika berupaya menahan *boom* dengan pengetatan kebijakan moneter dapat menimbulkan tingkat pengangguran yang lebih tinggi, dan upaya mengatasi krisis dengan kebijakan moneter membutuhkan biaya yang besar, sedangkan kebijakan fiskal dinilai tidak efektif dalam menangani terjadinya *credit boom* atau juga mengurangi kemungkinan *boom* yang berakhir buruk/diikuti *bust*, karena responnya tidak tepat waktu. Selain itu, adanya kebijakan mikroprudensial pun dinilai masih belum dapat untuk mewujudkan stabilitas makroekonomi dan mencegah terjadinya krisis. Kebijakan mikroprudensial tidak dapat merespons potensi *interconnectedness* antar institusi keuangan yang dapat menimbulkan akumulasi risiko sistemik dan instabilitas di sistem keuangan (Juhro, 2020). Oleh karena itu, dibutuhkan kebijakan yang bersifat *countercyclical* dan dapat memelihara sistem keuangan secara menyeluruh.

Telah banyak penelitian terdahulu yang menyebutkan bahwa kebijakan makroprudensial efektif dalam memitigasi terjadinya krisis. Salah satunya dalam Olszak et al. (2019) meneliti efektivitas kebijakan makroprudensial terhadap pertumbuhan kredit di 65 negara selama kurun waktu 2000-2011. Hasilnya menunjukkan bahwa kebijakan makroprudensial memiliki dampak besar dalam menahan terjadinya pertumbuhan kredit. Selain itu, penelitian tersebut menyebutkan bahwa hanya dua instrumen makroprudensial yaitu LTV caps dan DTI yang positif melemahkan untuk tidak terjadinya *credit boom*.

Beragamnya instrumen makroprudensial yang digunakan di setiap penelitian menjadi fokus utama kami dalam penelitian ini. Penelitian kami memiliki tujuan untuk membahas instrumen kebijakan makroprudensial dalam memitigasi terjadinya *credit boom*, *asset bubbles*, dan prosiklikalitas aliran modal. Sehingga penelitian kami akan menjawab pertanyaan instrumen makroprudensial apa yang paling sering digunakan dan berdampak positif dalam memitigasi terjadinya prosiklikalitas? Dalam menjawab pertanyaan tersebut, kami menggunakan pendekatan meta analysis untuk menganalisis studi *peer-review* yang telah dipublikasikan.

Berdasarkan hasil analisis, kami menemukan bahwa semua penelitian menunjukkan bahwa kebijakan makroprudensial berdampak positif dalam memitigasi terjadinya krisis. Dalam mencegah terjadinya *credit boom*, kami menemukan bahwa *reserve requirement* merupakan instrumen yang paling sering dipilih oleh setiap negara. Selain itu, LTV dan DTI juga dipilih sebagai instrumen yang paling banyak digunakan dalam mencegah terjadinya *asset bubbles* bersama dengan instrumen *Countercyclical Capital Buffer* (CCB). Sedangkan dalam mencegah prosiklikalitas aliran modal, *reserve requirements* merupakan instrumen yang paling banyak diterapkan dalam mengontrol aliran modal yang masuk.

Penelitian kami dapat bermanfaat untuk pembuat kebijakan dalam memilih instrumen yang akan diterapkan dan telah terbukti memiliki dampak positif dalam mencegah terjadinya krisis. Selain itu, hal yang membedakan penelitian kami dengan penelitian sebelumnya, dimana kami

menggunakan pendekatan *meta-analysis* dalam membedah dan meringkas kajian literatur yang digunakan untuk menentukan instrumen kebijakan makroprudensial yang optimal dalam mencegah terjadinya krisis.

Hal lain dari makalah ini disusun sebagai berikut. Bagian 2 membahas literatur tentang *financial crisis*, prosiklikalitas, siklus bisnis, siklus keuangan, dan siklus perilaku terhadap risiko, *credit boom*, *asset price bubbles*, dan prosiklikal aliran modal, kebijakan makroprudensial, dan pengaruh kebijakan makroprudensial terhadap *credit boom*, *asset bubbles*, dan modal asing. Bagian 3 membahas metodologi yang digunakan. Bagian 4 tentang hasil yang didapatkan. Bagian 5 merupakan kesimpulan dari makalah ini.

Landasan Teori dan Tinjauan Literatur

Interaksi siklus keuangan dan siklus bisnis

Krisis keuangan merupakan gangguan di pasar keuangan dimana masalah *adverse selection* dan *moral hazard* memburuk menyebabkan pasar keuangan tidak dapat menyalurkan dana secara efisien kepada mereka yang memiliki peluang investasi paling produktif. Pasar keuangan yang tidak berjalan efisien akan membuat kontraksi tajam dalam aktivitas perekonomian (Miskhin, 2001). Krisis keuangan merupakan fenomena sistemik yang berulang dan sering memicu resesi yang dalam dan berkepanjangan dengan penurunan besar dalam lapangan kerja dan kesejahteraan secara keseluruhan (Reinhart and Rogoff, 2009).

Menurut Miskhin (2001) terdapat 4 faktor menyebabkan terjadinya peningkatan masalah *asymmetric information* dan menyebabkan terjadinya krisis keuangan: 1) memburuknya neraca sektor keuangan, 2) kenaikan suku bunga, 3) meningkatnya ketidakpastian, 4) memburuknya neraca non keuangan karena perubahan harga aset. Abubakar, Utari, dan Azwar (2020) dalam tulisannya menjelaskan bahwa salah satu kebijakan yang digunakan untuk memitigasi krisis yang paling ampuh adalah kebijakan moneter. Namun, kebijakan moneter secara individu tidak bisa mengatasi krisis yang terjadi, oleh karena itu dibutuhkan kebijakan makroprudensial dalam menghambat terjadinya krisis (Dell'Ariccia et al., 2012).

Perry dan Juhro (2016) mengatakan bahwa salah satu aspek penting dalam menjaga stabilitas sistem keuangan dan mencegah terjadinya krisis yaitu keseimbangan antara keterkaitan makro-finansial. Sejarah menunjukkan bahwa keterkaitan makro-finansial sering menyebabkan terjadinya krisis, yaitu: *asset* (finansial dan properti) *bubbles*, boom kredit, akumulasi utang berlebihan, dan pembalikan modal asing secara tiba-tiba. Ketidakseimbangan yang muncul dari keempat aspek tersebut menimbulkan prosiklikalitas keuangan. Fenomena prosiklikalitas keuangan ini jika tidak dikelola dengan baik maka akan mempercepat *'boom-bust'* yang berujung pada terjadinya krisis.

Warjiyo dan Juhro (2016) mengatakan bahwa krisis sering terjadi dengan prosiklisitas di tiga sektor, yaitu: i) harga aset keuangan, baik properti maupun harga sekuritas, ii) kredit perbankan dan inovasi produk keuangan turunannya, dan iii) aliran modal asing, khususnya utang luar negeri dan investasi portofolio. Prosiklisitas menunjukkan kejadian dimana siklus keuangan mengakselerasi *'boom'* dan *'bust'* siklus ekonomi. Ketika perekonomian sedang meningkat, maka ekspansi kredit perbankan meningkat pesat, harga aset keuangan dan properti melambung tinggi, akumulasi utang berlebihan, serta aliran modal asing masuk dengan deras. Namun, ketika perekonomian menurun, kegiatan-kegiatan tersebut berbanding terbalik dan menyebabkan terjadinya krisis. Agung (2010) menjelaskan bahwa prosiklikalitas terjadi akibat adanya interaksi antara siklus ekonomi/bisnis (*business cycle*), siklus keuangan (*financial cycle*), serta siklus perilaku terhadap risiko (*risk-taking cycle*). Agung (2010) menyatakan prosiklikalitas adalah perilaku sistem keuangan yang mendorong perekonomian tumbuh cepat ketika ekspansi dan memperlemah perekonomian ketika siklus kontraksi. Dengan perilakunya yang prosiklikal, sistem keuangan meningkatkan ketidakstabilan makroekonomi dengan menciptakan fluktuasi output.

Menurut Agung (2010) *business cycle* atau siklus bisnis ditandai oleh fase ekspansi ketika perekonomian mengalami pertumbuhan dan fase kontraksi ketika perekonomian mengalami fase pelemahan. Siklus keuangan ditandai oleh perilaku perbankan yang lebih ekspansif dengan peningkatan *leverage* sejalan dengan fase ekspansi pada siklus bisnis sebaliknya perilaku perbankan menjadi lebih konservatif/*risk averse* dengan *deleveraging* (mengganti portofolionya dari kredit yang

berisiko tinggi kepada aset yang berisiko rendah) sejalan dengan fase kontraksi pada siklus bisnis. Siklus perilaku terhadap risiko ditandai oleh optimisme yang berlebihan ketika siklus ekonomi membaik dan pesimisme ketika siklus ekonomi memburuk.

Interaksi antara siklus bisnis dan keuangan ditentukan oleh perilaku dari agen ekonomi terhadap risiko (siklus perilaku) yang juga dipengaruhi oleh ekspektasi terhadap perekonomian kedepannya, persepsi risiko, regulasi, insentif. Interaksi dari ketiga siklus yang bergerak dengan arah yang sama dan saling memperkuat yang membentuk prosiklikalitas sektor keuangan.

Juhro dan Perry (2016) menggambarkan ketiga siklus tersebut berjalan sehingga dapat terjadinya prosiklikalitas keuangan. Dalam periode yang optimis, risiko pada sektor keuangan turun, *spread* suku bunga kredit turun, dan penyisihan penghapusan aktiva produktif berkurang karena bank lebih melihat perspektif jangka pendek dibanding jangka panjang. Kenaikan harga aset menyebabkan meningkatnya nilai kolateral sehingga mendorong peningkatan penyaluran kredit. Hal tersebut dapat mendorong keyakinan pelaku pasar dan pengambilan risiko terus meningkat. Meningkatnya penyaluran kredit mendorong perusahaan untuk meningkatkan investasi dan rumah tangga untuk lebih banyak melakukan konsumsi sehingga semakin mendorong terjadinya pertumbuhan ekonomi. Sedangkan ketika perekonomian sedang turun, perilaku investor berubah menjadi menghindari risiko menyebabkan harga aset turun dan nilai kolateral jatuh. Bank merespons hal ini dengan mengganti portofolionya dari kredit yang berisiko tinggi kepada aset yang berisiko rendah (SBI,SUN) untuk menjaga kecukupan modalnya. Penyisihan cadangan juga dilakukan untuk mengantisipasi pemburukan kualitas kredit. Kondisi tersebut menyebabkan penurunan penyaluran kredit yang pada gilirannya membuat perekonomian menjadi turun.

Tabel 1. Interaksi antara Siklus Bisnis, Perilaku Terhadap Risiko dan Siklus Keuangan

	Siklus Bisnis	Siklus Perilaku Risiko	Siklus Keuangan
Fase Ekspansi	<ul style="list-style-type: none"> ● Stabilitas makroekonomi ● Pertumbuhan ekonomi naik 	<ul style="list-style-type: none"> ● Meningkatnya keyakinan dan optimisme ● Meningkatnya perilaku ambil risiko ● Permintaan terhadap kredit meningkat 	<ul style="list-style-type: none"> ● Penilaian risiko turun, <i>spread</i> suku bunga turun ● Harga aset naik mendorong nilai kolateral ● <i>Leverage</i> meningkat ● Arus modal masuk asing meningkat ● Penyaluran kredit naik
Fase Kontraksi	<ul style="list-style-type: none"> ● Meningkatnya volatilitas makro ● Menurunnya aktivitas perekonomian 	<ul style="list-style-type: none"> ● Menurunnya keyakinan pelaku pasar ● <i>Risk averse</i> ● Permintaan kredit menurun 	<ul style="list-style-type: none"> ● Bank melakukan <i>deleveraging</i> ● <i>Loan loss provision</i> naik ● <i>Spread</i> suku bunga naik ● Penyaluran kredit turun ● Arus modal masuk menurun

Sumber: Nijathaworn (2010)

Warjiyo dan Juhro (2016) menjelaskan bahwa krisis paling sering terjadi dengan prosiklikalitas di tiga sektor yaitu: 1) harga aset keuangan baik properti maupun sekuritas, 2) aliran modal asing khususnya utang luar negeri dan investasi portofolio, 3) kredit perbankan dan inovasi produk keuangan turunannya. Prosiklikalitas di tiga sektor tersebut menyebabkan akumulasi utang yang berlebihan sehingga menimbulkan krisis keuangan. Untuk mencegah prosiklikalitas di tiga sektor tersebut diperlukan kebijakan makroprudensial. Pada bagian ini akan dibahas mengenai apa itu credit boom, asset price bubbles dan prosiklikalitas aliran modal.

Credit booms merupakan peristiwa ketika pertumbuhan kredit yang cepat membuat terdapatnya sebuah kerentanan melalui standar pinjaman yang lebih longgar, leverage yang berlebihan, serta gelembung harga aset (*asset bubbles*) (Dell'Ariccia et al., 2012). Dana (2018) mengatakan pertumbuhan kredit yang rendah menyebabkan perlambatan pertumbuhan ekonomi tetapi bila pertumbuhan kredit terlalu tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan dana deposit (*deposit fund*) maka akan berpotensi menimbulkan risiko kesenjangan pendanaan. Namun, menurut Viñals (2011) tidak semua peristiwa credit boom menjadi sumber risiko sistemik. Hanya sepertiga dari peristiwa boom yang berujung pada krisis keuangan/masuk kedalam fase bust sementara dua pertiga tidak mengalami bust tetapi diikuti oleh periode pertumbuhan ekonomi di

bawah tren yang berkepanjangan. (Dell'Aricea et Al., 2012). Warjiyo dan Juhro (2016) mengatakan siklus kredit terlihat pada periode ekonomi yang meningkat 'boom' dengan pertumbuhan kredit rerate 7% atau lebih, dan perekonomian menurun dengan 'bust' pertumbuhan kredit rerate -2%. Mendoza dan Terrones (2012) mengukur dan mengidentifikasi credit booms di 61 negara industri dan berkembang selama periode 1960-2010. Mendoza dan Terrones mengidentifikasi 70 peristiwa credit booms, dan setengah dari kejadian tersebut terjadi pada setiap kelompok negara. Hasil yang ditemukan dari penelitian tersebut yaitu terbukti selama terjadinya credit booms, variabel makroekonomi (produksi dan penyerapan, harga aset, nilai tukar riil, capital inflow, dan external deficits) menunjukkan pola siklus yang jelas dari ekspansi ekonomi yang meningkat, selanjutnya diikuti dengan penurunan kontraksi tajam yang terjadi pada negara maju maupun berkembang.

Menurut Biljanovska et al. (2019) lonjakan kredit sering kali disertai dengan kenaikan harga aset dan interaksi antar keduanya dapat menimbulkan efek yang besar pada perekonomian. Menurut Dell'Aricea et al. (2012) salah satu akibat dari credit boom adalah assets bubbles. asset bubbles yang dipicu oleh kredit, lebih berbahaya bagi stabilitas keuangan dan pertumbuhan ekonomi daripada asset bubbles yang tidak diikuti penumpukan hutang. Sedangkan Kaminsky & Reinhart (1999) mengatakan bahwa terjadinya krisis didahului oleh ekspansi kredit yang cepat dan diikuti dengan kenaikan harga saham sebesar 40% setiap tahun di atas tingkat ketika periode normal.

Warjiyo dan Perry (2016) mengatakan bahwa untuk mengidentifikasi ada atau tidaknya gelembung harga aset dapat dilakukan dengan mempelajari perilaku deviasi harga pasar dari nilai fundamental. Dalam pasar yang efisien, pergerakan harga di pasar pada umumnya akan naik turun di sekitar nilai fundamentalnya. Harga aset dapat dikatakan tidak menunjukkan asset bubbles ketika deviasi harga pasar dari nilai fundamental berperilaku acak dengan distribusi yang normal. Namun, apabila deviasi harga pasar dari nilai fundamental menunjukkan pergerakan yang cenderung meningkat, maka gelembung aset terjadi.

Prosiklikal Aliran Modal

Arus modal yang masuk dapat mendorong pertumbuhan serta perkembangan. Namun, di sisi lain, aliran modal yang masuk dengan volume tinggi juga dapat menimbulkan ketidakstabilan dan ketidakpastian. Peningkatan arus masuk modal asing dapat menyebabkan ekspansi moneter dan kredit yang berlebihan, sehingga kerentanan terhadap ketidaksesuaian currency dan maturity serta menciptakan distorsi dalam harga aset (Calderon dan Kubota, 2012).

Hasil penelitian Calderon dan Kubota (2012) mengenai aliran modal swasta dan kredit boom membuktikan sejumlah temuan menarik, yaitu: 1) kenaikan aliran modal swasta yang tinggi merupakan prediktor yang relevan untuk boom credit, 2) kemungkinan boom kredit lebih tinggi dalam hal aliran modal asing yang didorong oleh investasi swasta, 3) kenaikan aliran masuk yang besar menjadi tanda boom kredit yang buruk yaitu dapat menyebabkan krisis keuangan, 4) boom kredit yang buruk lebih sering terjadi dalam hal aliran modal masuk yang didorong oleh investasi. Sementara hasil penelitian Arena et. Al (2015) mengenai aliran modal asing, boom kredit dan dinamika makro ekonomi di negara berpendapatan menengah dan rendah, menunjukkan aliran modal asing terbukti mendorong terjadinya credit boom di kedua kelompok negara tersebut tetapi dampak terhadap dinamika makro ekonomi lebih terlihat di negara berpendapatan menengah. Selain itu negara yang nilai tukarnya kurang fleksibel mengalami ekspansi kredit yang lebih cepat dalam periode aliran masuk modal asing sehingga menjadi lebih rentan terhadap capital reversals. Selain itu liberalisasi keuangan yang tidak didukung penguatan regulasi perbankan yang prudent menyebabkan peningkatan aliran modal asing yang kemudian menyebabkan boom kredit.

Kebijakan Makroprudensial

Menurut Aydinbas et al. (2015) kebijakan makroprudensial merupakan kebijakan bertujuan membatasi risiko sistemik atau membatasi risiko keuangan yang dapat mempengaruhi keseluruhan sistem. Upaya untuk meminimalisir risiko keuangan bertujuan agar risiko tersebut tidak berdampak negatif terhadap perekonomian riil. Istilah 'makroprudensial' berarti pendekatan regulasi keuangan yang mengisi gap antara kebijakan makroekonomi konvensional dan regulasi mikroprudensial

tradisional dari masing masing lembaga keuangan. Perry dan Juhro (2016) mengatakan bahwa kebijakan makroprudensial digunakan untuk mencegah terjadinya siklus boom-bust suplai kredit dan likuiditas yang dapat menyebabkan ketidakstabilan perekonomian sedangkan kebijakan mikroprudensial ditujukan untuk menjaga kesehatan lembaga keuangan secara individu. Sementara Dell'Ariccia et al. (2012) mengatakan bahwa tujuan kebijakan makroprudensial untuk memperlancar siklus keuangan dan kredit agar terhindarnya dari risiko sistemik. Dari beberapa tujuan yang dikemukakan oleh para peneliti di atas dapat dikatakan bahwa kebijakan makroprudensial bertujuan untuk mencegah terjadinya risiko sistemik yang bersumber dari risiko di sektor keuangan.

Instrumen kebijakan makroprudensial dibagi berdasarkan dimensi cross section dan time series. Alat yang digunakan dalam dimensi time series mempengaruhi peningkatan siklus risiko sistemik dengan mengurangi risk exposure selama fase boom dan risk aversion selama fase bust. Juda (2010) mengatakan dimensi cross section, yang menggeser fokus dari regulasi prudensial yang diterapkan pada individu lembaga keuangan menuju regulasi sistem secara keseluruhan sementara dimensi time series ditujukan untuk menekan risiko terjadinya prosiklikal berlebihan dalam sistem keuangan.

Global Macroprudential Policy Instruments (GMPI) menyatakan terdapat 17 instrumen kebijakan makroprudensial yang umum dipakai oleh banyak negara. Instrumen tersebut dapat dilihat pada tabel 1 di bagian lampiran. Berdasarkan instrumen tersebut, International Monetary Fund (IMF) mengelompokkan dalam tiga bagian untuk memitigasi terjadinya risiko sistemik, yaitu credit-related, liquidity related, dan capital related. Lim (2011) menyatakan dalam mengatasi credit boom dan asset price, tools yang paling sering digunakan terkait credit related yaitu households sector tools dengan instrumen Loan to Value dan Debt to Income. Sedangkan dalam prosiklikalitas modal asing, ketiga kelompok tersebut bisa digunakan untuk mengatasi capital flow. Namun, liquidity tools dengan instrumen limit on net open currency positions/currency mismatch paling sering digunakan khususnya untuk sektor keuangan yang bergantung pada sumber pendanaan asing. Instrumen terkait credit-related dan capital related dapat melengkapi instrumen terkait likuiditas dalam mengatasi prosiklikalitas modal asing, khususnya ketika credit boom yang menjadi pemicu utama bank untuk meminjam dana ke luar negeri, sehingga dengan membatasi penyaluran kredit akan membuat instrumen likuiditas semakin efektif dalam mengatasi prosiklikal modal asing.

Pengaruh Kebijakan Makroprudensial terhadap Credit Boom, Asset Bubbles, dan Prosiklikalitas Modal

Telah terdapat banyak penelitian yang menunjukkan kebijakan makroprudensial berdampak positif dalam mengatasi risiko prosiklikalitas. Gomez et al. (2017); Dumicic (2019); Bambulovic dan Valdev (2020) menyatakan bahwa kebijakan makroprudensial efektif dalam mengatasi risiko credit boom. Bambulovic & Valdec (2020) menilai bahwa kebijakan makroprudensial lebih berdampak terhadap pemberian pinjaman pada bank asing dibandingkan dengan bank lokal di negara Kroasia periode 2000-2018. Sedangkan Dumicic (2019) meneliti 11 negara Eropa periode 2000-2013, menemukan bahwa dengan diterapkannya kebijakan makroprudensial, pertumbuhan kredit lebih berhasil menghambat untuk rumah tangga dibandingkan dengan perusahaan non-keuangan. Hal tersebut dikarenakan perusahaan non-keuangan lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman baik dari bank asing maupun lembaga non-bank. Sedangkan Gomez et al. (2017) mengevaluasi kebijakan makroprudensial di negara Kolombia pada periode 2006-2009 dalam memitigasi risiko terjadinya credit boom. Hasil yang didapatkan dengan menggunakan instrumen RR dan dynamic provisioning berhasil mengurangi pertumbuhan kredit.

Dalam memitigasi risiko asset bubbles, Vandenbussche et al. (2012); Zhang dan Zoli (2014); Akinci & Olmstead-Rumsey (2015); Hosung dan Jieun (2017) menyatakan kebijakan makroprudensial dapat berdampak positif. Akinci & Olmstead-Rumsey (2015) meneliti efektivitas kebijakan makroprudensial dalam menahan pertumbuhan kredit dan inflasi harga rumah di 57 negara periode 2000-2013. Hasil yang didapatkan menunjukkan bahwa instrumen LTV, DTI mampu mencegah kenaikan harga rumah. Zhang, L., & Zoli, E. (2014) dan Hosung & Jieun (2017) meneliti pengaruh kebijakan makroprudensial terhadap harga rumah di kawasan Asia, hasilnya

adalah instrumen LTV dan DTI yang memiliki pengaruh terhadap harga rumah. Sementara Vandenbussche et al. (2012) meneliti di CEESE (Central, Eastern and South-Eastern Europe) menemukan bahwa justru instrumen CCB dan marginal RR on foreign funding yang memiliki pengaruh.

Nier et al. (2012); Fendoglu (2017); Frost et al. (2020) membuktikan kebijakan makroprudensial dapat mengatasi prosiklikalitas aliran modal. Nier et al. (2012) efektivitas kebijakan makroprudensial terhadap capital flow di 21 negara berkembang dan 15 negara maju selama periode 2000-2011. Hasil yang didapatkan menunjukkan bahwa instrumen reserve requirements dapat berdampak positif dalam mengurangi arus modal yang masuk. Fendoglu (2017) meneliti keefektifan kebijakan makroprudensial dalam menahan siklus arus modal di negara berkembang. Hasil mendapatkan hasil bahwa kebijakan makroprudensial yang menargetkan peminjam dan institusi keuangan. Frost et al. (2020) membandingkan efektifitas kebijakan makroprudensial dan capital control dalam mempengaruhi capital inflows dan kemungkinan terjadinya krisis perbankan dan mata uang untuk 83 negara tahun 2000-2017. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan foreign exchange macroprudential mampu mengurangi volume capital inflow dan mengurangi kemungkinan terjadinya lonjakan arus modal. Sementara capital control menunjukkan hasil tidak signifikan dalam mencegah terjadinya prosiklikalitas modal.

Metode Penelitian

Banyaknya penelitian yang mendapatkan hasil dan interpretasi yang berbeda membuat sulitnya pilihan dalam menentukan instrumen kebijakan makroprudensial yang efektif memitigasi terjadinya prosiklikalitas. Oleh karena itu, pendekatan meta analisis merupakan pilihan alternatif dalam menyatukan perbedaan tersebut. Abubakar et al. (2020) menyatakan meta analisis merupakan metode statistik yang dikembangkan untuk menganalisis dan meringkas hasil penelitian sebelumnya. Meta analisis merupakan bagian dari *systematic review* yang berupaya untuk mengumpulkan bukti empiris berdasarkan kriteria yang telah ditentukan untuk menjawab pertanyaan penelitian. Penggunaan meta analisis memiliki keuntungan diantaranya: 1) meminimalkan penafsiran yang berlebihan dengan menggabungkan beberapa penelitian, 2) bukan termasuk metode hierarki sehingga tidak perlu adanya pengurutan dalam membandingkan studi, 3) dapat menampung banyak studi empiris, 4) dapat membangun hipotesis baru untuk penelitian masa depan (Stanley, 2001; Abubakar et al., 2020).

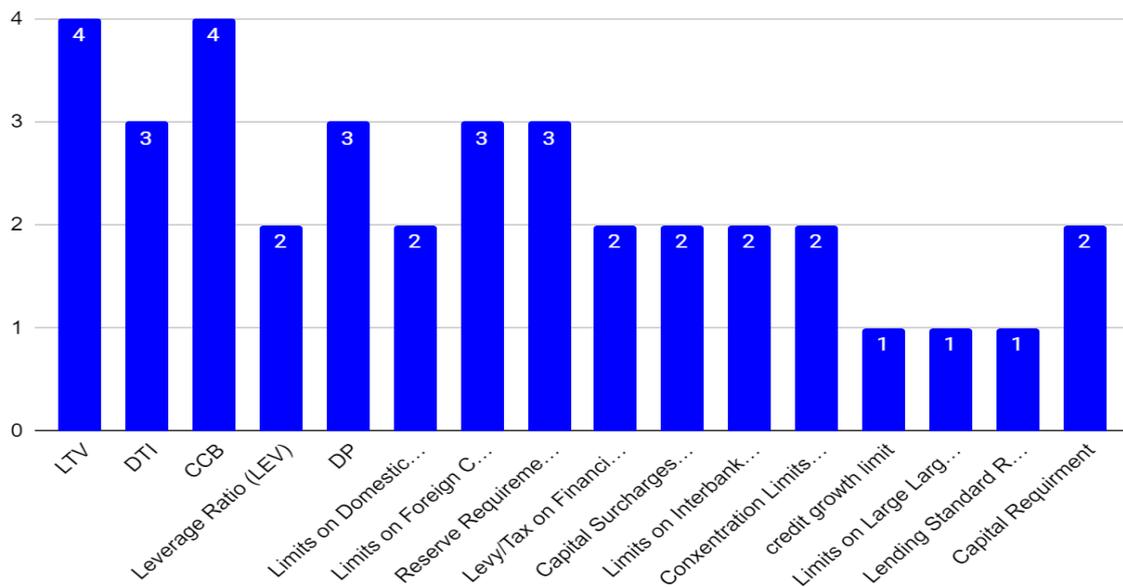
Dalam penelitian ini, kami menggunakan pendekatan meta analisis dalam menentukan instrumen kebijakan makroprudensial yang optimal dalam memitigasi terjadinya *boom credit*, *asset bubbles*, dan prosiklikalitas aliran modal. Fokus kami dalam penelitian ini menggunakan 5 artikel dari setiap prosiklikalitas yang terjadi. Terdapat kriteria dalam pemilihan artikel yang digunakan dalam penelitian ini. Pertama, kami menggunakan penelitian kualitatif dengan rentang waktu 2000-2020. Hal tersebut membuat kami dapat melihat kebijakan yang diterapkan setelah adanya krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1998 dan 2008. Kedua, kami fokus terhadap kesimpulan dari studi sebelumnya untuk mengidentifikasi instrumen kebijakan makroprudensial yang optimal dalam memitigasi terjadinya prosiklikalitas.

Hasil dan Pembahasan

Berdasarkan hasil yang didapatkan pada grafik 1, untuk mengetahui efektivitas kebijakan makroprudensial terhadap *credit boom* ditemukan bahwa mayoritas negara sedang berkembang menggunakan instrumen *Loan to Value* (LTV), *Debt to Income* (DTI) dan *Countercyclical Capital Buffer* (CCB). Hasil ini sesuai dengan penelitian Lim (2011) yang menyatakan dalam mengatasi *credit boom*, instrumen *credit related* yaitu LTV dan DTI dapat efektif mengurangi adanya lonjakan kredit. Selain itu instrumen terkait *liquidity related* yaitu *limits on foreign currency* dan *reserve requirement* juga berdampak positif dalam mitigasi *credit boom*. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian Cerruti, Claessens, dan Laeven (2015) dimana selain LTV dan DTI, instrumen terkait *foreign exchange rate* banyak digunakan di negara berkembang untuk mengatasi *credit boom* khususnya negara sedang berkembang yang

memiliki struktur keuangan bergantung pada sumber pendanaan asing. Hasil lain ditemukan bahwa instrumen *dynamic provisioning* (DP) juga dapat berpengaruh dalam mengatasi lonjakan kredit.

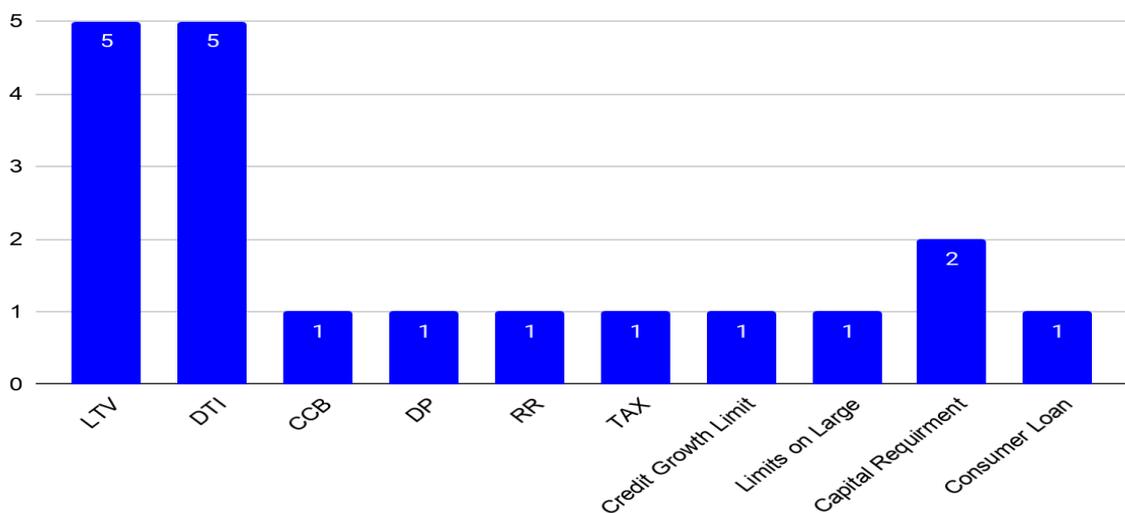
Grafik 1. Instrumen Kebijakan Makroprudensial dalam Mengatasi *Credit Booms*



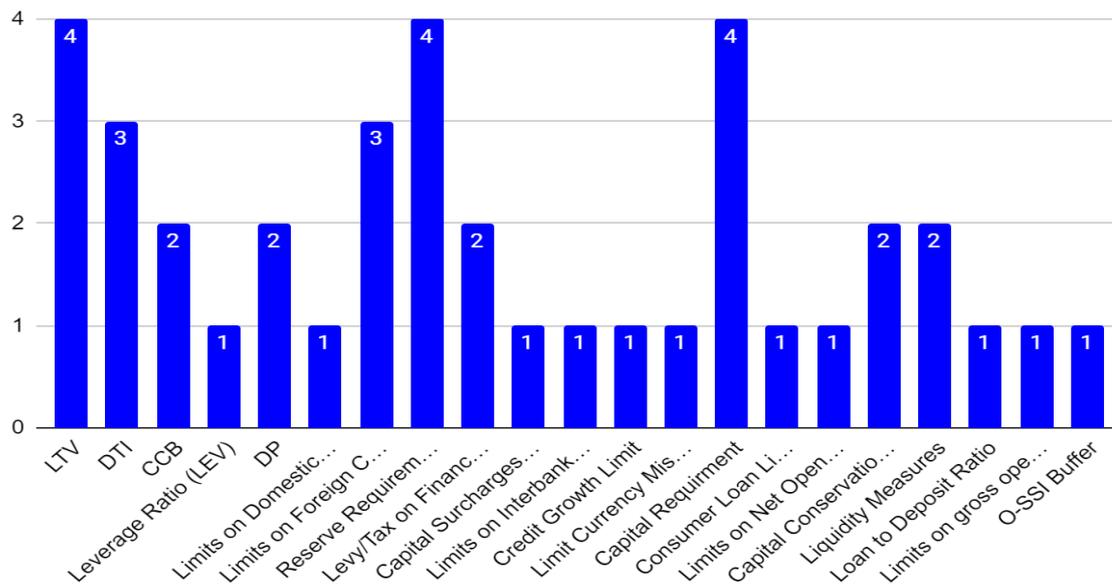
Sumber: diolah

Dalam mengatasi prosiklikalitas harga aset, dapat terlihat pada grafik 2 ditemukan bahwa instrumen LTV dan DTI yang paling banyak digunakan di negara berkembang, hal ini menunjukkan bahwa mayoritas masyarakat menggunakan kredit untuk membeli rumah. Oleh karena itu instrumen yang menyasar langsung kepada peminjam merupakan pilihan yang tepat dalam menahan lonjakan harga serta terjadinya krisis. Hasil ini sesuai dengan penelitian Lim (2011) yang menyatakan dalam mengatasi *asset price*, instrumen terkait *credit related* yaitu LTV dan DTI merupakan instrumen yang paling efektif. Hasil lain yang didapatkan menunjukkan instrumen *capital requirement* juga dapat berdampak positif dalam mencegah terjadinya lonjakan aset, namun hasil tersebut hanya terbukti pada dua artikel.

Grafik 2. Instrumen Kebijakan Makroprudensial dalam Mengatasi *Asset Bubbles*



Sumber: diolah

Grafik 3. Instrumen Kebijakan Makroprudensial dalam Mengatasi Prosiklikalitas Modal

Sumber: diolah

Grafik 3 menyajikan hasil instrumen kebijakan makroprudensial dalam mengatasi prosiklikalitas aliran modal. Instrumen LTV, *reserve requirement*, dan *capital requirement* merupakan instrumen yang paling banyak digunakan dan berdampak positif dalam menahan laju arus modal asing. Hasil ini sesuai dengan penelitian Lim (2011) yang menyatakan bahwa baik *capital related*, *credit related* dan *liquidity related* mampu mengatasi prosiklikalitas modal asing. Dengan menggunakan instrumen yang dapat membatasi penyaluran kredit maka secara tidak langsung mencegah bank untuk meminjam dana ke luar negeri atau mengurangi *capital inflow*. Namun, berdasarkan hasil yang didapatkan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa instrumen dengan *liquidity related* yang paling banyak digunakan di negara sedang berkembang yaitu *reserve requirement*. Hasil ini berbeda dengan penelitian Lim (2011) yang menyatakan bahwa dalam menjaga arus modal asing yang masuk, maka instrumen *limit on net open currency positions/currency mismatch* merupakan instrumen yang paling sering digunakan. Hal tersebut dikarenakan negara sedang berkembang merupakan *open capital account*, dimana rentan terhadap krisis mata uang dan menunjukkan *procyclical currency* (Cordella et al., 2014).

Kesimpulan dan Implikasi

Dengan menggunakan pendekatan meta *analysis* pada 15 artikel dengan rentang tahun 2000-2019, ditemukan bahwa instrumen LTV merupakan instrumen yang paling sering digunakan dan berdampak positif dalam memitigasi ketiga risiko prosiklikalitas di negara sedang berkembang. Hasil lain yang kami temukan, dalam mengatasi *credit boom*, instrumen CCB merupakan pilihan lain yang dapat mengurangi laju pertumbuhan kredit. Hal tersebut dimaksudkan agar bank dapat menyediakan dana yang berlebih ketika perekonomian sedang baik sehingga dapat mengurangi pemberian kredit kepada peminjam untuk mencegah terjadinya *credit boom*. Selain itu, dalam penelitian ditemukan bahwa dalam mengatasi *asset price*, instrumen DTI merupakan instrumen lain yang paling sering digunakan dan berdampak positif. Hasil ini sesuai dengan penelitian Lim (2011) yang menyatakan bahwa dalam menjaga kenaikan harga aset, instrumen berbasis *credit-related* yaitu LTV dan DTI menunjukkan hasil yang efektif. Hal tersebut dapat menunjukkan bahwa di negara sedang berkembang, instrumen yang menasar langsung kepada peminjam dinilai efektif dibandingkan instrumen yang ditujukan pada institusi keuangan. Sedangkan dalam mengatasi prosiklikalitas aliran modal, selain instrumen LTV, ditemukan bahwa instrumen *reserve requirement*

dan *capital requirement* merupakan pilihan lain yang dipilih oleh negara sedang berkembang. Hasil ini pun sesuai dengan penelitian Lim (2011) yang menyebutkan instrumen *liquidity-related* dilengkapi dengan *credit-related* dan *capital-related* secara bersamaan dapat menjaga aliran modal yang masuk. Namun, penelitian ini berbeda dengan hasil yang didapatkan oleh Lim (2011) terkait instrumen *liquidity-related* yang dipilih dalam menahan aliran modal. Lim (2011) menyatakan bahwa instrumen *limit on net open currency positions/currency mismatch* merupakan instrumen yang paling sering digunakan. Sedangkan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa instrumen reserve requirement yang paling sering dipilih di negara sedang berkembang.

Kebijakan makroprudensial merupakan pilihan tepat dalam mengatasi terjadinya risiko prosiklikalitas yang dapat mengakibatkan terjadinya risiko sistemik. Hal tersebut dapat ditunjukkan dimana semakin banyak negara menerapkan kebijakan makroprudensial pasca terjadinya krisis keuangan tahun 1998 dan dapat berdampak positif dalam memitigasi terjadinya risiko. Tentu, setiap negara dihadapkan dengan kondisi perekonomian yang berbeda sehingga pemilihan instrumen disesuaikan dengan kondisi negara tertentu. Dengan adanya penelitian ini diharapkan dapat memberikan rekomendasi bagi pemerintah di negara sedang berkembang dalam pemilihan instrumen yang tepat. Namun, masih terdapat kekurangan dalam kajian literatur ini, salah satunya adalah sumber artikel yang digunakan masih sedikit sehingga hasil yang diperoleh belum terlalu baik. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat mengembangkan kembali terkait dengan pemilihan instrumen yang paling tepat dalam mengatasi risiko prosiklikalitas dengan jumlah artikel yang lebih banyak.

Daftar Pustaka

- Abubakar, A., Utari, G. D., & Azwar, P. (2020). Early Warning Indicators and Optimal Policies for Mitigating Economic Crises: Evidence from Meta-Analysis. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 23(2), 269-294.
- Agung, J. (2010). Mengintegrasikan Kebijakan Moneter dan Makroprudensial: Menuju Paradigma Baru Kebijakan Moneter di Indonesia Pasca Krisis Global. *Bank Indonesia Working Paper No. 07*.
- Akdogan, I. U. (2018). The Effects of Macroprudential Policies on Managing Capital Flows. *Empirical Economics*, 58, 583-603.
- Akinci, O., & Olmstead-Rumsey, J. (2015). How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation. *International Finance Discussion Papers No. 1136*.
- Arena, M., Bouza, S., Dabla-Norris, E., Gerling, K., & Njie, L. (2015). Credit Booms and Macroeconomic Dynamics: Stylized Facts and Lessons for Low-Income Countries. *IMF Working Paper no. 15*.
- Aydinbas, C. Y., Hardt, C., Rzaev, J., Soker, M., Taylor, T., Walker, D., & Zhao, P. (2015). Conceptual Foundations of Macroprudential Policy. Dalam *Framework for Implementing Macroprudential Policy* (hal. 8-19).
- Bambulovic, M., & Valdec, M. (2020). Testing the characteristics of macroprudential policies' differential impact on foreign and domestic banks' lending in Croatia. *Public Sector Economics*, 44(2), 221-249.
- Bayangos, V. B. (2017). Capital Flow Measures and Domestic Macro Prudential Policy in Asian Emerging Economies: Have These Been Effective? *Bangko Sentral ng Pilipinas Working Paper No. 2017-01*.
- Bergant, K., Grigoli, F., Hansen, N.-J., & Sandri, D. (2020). Dampening Global Financial Shocks: Can Macroprudential Regulation Help (More than Capital Controls)? *IMF Working Paper No. 106*.
- Biljanovska, N., Górnicka, L., & Vardoulakis, A. (2019). Optimal Macroprudential Policy and Asset Price Bubbles. *IMF Working Paper No. 19*.
- Calderón, C., & Kubota, M. (2012). Gross Inflows Gone Wild: Gross Capital Inflows, Credit Booms and Crises. *Policy Research Working Paper No. 6270*.

- Cerutti, E., Claessens, S., & Laeven, L. (2015). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. *IMF Working Papers No. 15*.
- Cordella, T., Federico, P., Vegh, C., & Vuletin, G. (2014). *Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World*. The World Bank.
- Dana, B. S. (2018). Evaluation of Macro-prudential Policy on Credit Growth in Indonesia: Credit Registry Data Approach. *Etikonomi*, 17(2), 199-212.
- Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., Tong, H., Bakker, B., & Vandenbussche, J. (2012). Policies for Macroprudential Stability: How to Deal with Credit Booms. *Discussion Paper IMF*, 2012(6).
- Dumicic, M. (2018). Effectiveness of macroprudential policies in Central and Eastern European countries. *Public Sector Economics*, 42(1), 1-19.
- Eller, M., Hauzenberger, N., Huber, F., Schuberth, H., & Vashold, L. (2020). Capital Flows and the Stabilizing Role of Macroprudential Policies in CESEE. *Cornell University Paper*.
- Erdem, F. P., Ozen, E., & Unalmis, I. (2017). Are Macroprudential Policies Effective Tools to Reduce Credit Growth in Emerging Markets? *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper No. 17/12*.
- Fendoglu, S. (2017). Credit Cycles and Capital Flows: Effectiveness of the Macroprudential Policy Framework in Emerging Market Economies. *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper No. 1713*.
- Frost, J., Ito, H., & Stralen, R. v. (2020). The Effectiveness of Macroprudential Policies and Capital Controls Against Volatile Capital Inflows. *BIS Working Papers No. 867*.
- Hosung, J., & Jieun, L. (2017). The Effect of Macroprudential Policies on House Prices: Evidence from an Event Study using Korean Real Transaction Data. *Journal of Financial Stability*, 31, 167-185.
- Juhro, S. M. (2020). Stabilitas Sistem Keuangan dan Kebijakan Makroprudensial. Dalam *Pengantar Kebanksentralan: Teori dan Kebijakan* (hal. 143-182). Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problem. *The American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Kelly, R., McCann, F., & O'Tools, C. (2018). Credit Conditions, Macroprudential Policy and House Prices. *Journal of Housing Economics*, 29, 1-38.
- Kuttner, K. N., & Shim, I. (2013). Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies. *BIS Working Papers No. 433*.
- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., . . . Wu, X. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and how to Use Them? *Working Paper IMF No. 238*.
- Medoza, E. G., & Terrones, M. E. (2008). An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Firm Level Data. *International Finance Discussion Paper Number 936*.
- Mishkin, F. S. (2001). Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies. *NBER Working Paper(8087)*.
- Nier, E., Kang, H., Mancini, T., Hesse, H., Columba, F., Tchaidze, R., & Vandenbussche, J. (2012). The International of Monetary and Macroprudential Policies. *IMF Background Paper*.
- Nijathaworn, B. (2009). Rethinking procyclicality – what is it now and what can be done? *BIS Review*, 160.
- Olszak, M., Roszkowska, S., & Kowalska, I. (2019). Do Macroprudential Policy Instruments Reduce the Procyclical Impact of Capital Ratio on Bank Lending? Cross-Country Evidence. *Baltic Journal of Economics*, 19(1), 1-38.
- Reinhart, C. M., & Reinhart, V. R. (2008). Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. *NBER Working Paper No. 14321*.

Efektifitas Kebijakan Makroprudensial dalam Mengatasi *Credit Boom*, *Asset Bubbles* dan Prosiklikalitas Modal: Analisis Meta

- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). The Aftermath of Financial Crises. *American Economic Review*, 99(2), 466-472.
- Stanley, T. D. (2001). What from Chaff: Meta-Analysis As Quantitative Literature Review. *Journal of Economic Perspectives*, 15(3), 131-150.
- Tovar, C. E., Garcia-Escribano, M., & Martin, M. V. (2012). Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macroprudential Instruments in Latin America. *IMF Working Paper No. 12*.
- Vandenbussche, J., Vogel, U., & Detragiache, E. (2012). Macroprudential Policies and Housing Prices - A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe. *IMF Working Paper No.12*.
- Viñals, J. (2011). Macroprudential Policy: An Organizing Framework. *IMF Policy Papers*.
- Warjiyo, P., & Juhro, S. M. (2016). Kebijakan Makroprudensial dan Stabilitas Sistem Keuangan. Dalam *Kebijakan Bank Sentral: Teori dan Praktik* (hal. 593-635).
- Zhang, L., & Zoli, E. (2014). Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia. *IMF Working Paper No. 14*.