Research Article

Dampak Kebijakan Moneter dan Makroprudensial terhadap Pembangunan Keuangan Studi Lintas Negara, 2000 – 2014

Nisa Nurjannah Sukowati^{1*}, Telisa Aulia Falianty²

¹Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia

²Departemen Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia

Article history:

Submission September 2021

Revised October 2021

Accepted October 2021

*Corresponding author:

E-mail:

nisa9891@gmail.com

ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi dampak kebijakan moneter dan makroprudensial terhadap pembangunan keuangan, baik di negara maju dan berkembang. Dengan menggunakan regresi panel data dinamis metode GMM pada 43 negara, penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat dampak negatif akibat pelonggaran kebijakan tersebut. Penurunan suku bunga kebijakan dan indeks makroprudensial terutama instrumen kredit dan likuiditas dapat meningkatkan rasio kredit privat terhadap PDB, yang berarti mendorong proses pembangunan keuangan. Selanjutnya, penurunan suku bunga kebijakan signifikan mendorong proses pembangunan keuangan negara maju, namun indeks makroprudensial tidak signifikan. Sebaliknya, penurunan suku bunga kebijakan dan indeks makroprudensial tidak signifikan berdampak pada proses pembangunan keuangan negara berkembang.

Kata kunci: kredit, makroprudensial, moneter, pembangunan keuangan, suku bunga

Pendahuluan

Latar Belakang

Pembangunan keuangan berpengaruh besar terhadap perekonomian karena dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi, pengentasan kemiskinan, dan stabilitas ekonomi. Layanan intermediasi keuangan sangat penting untuk mendorong pembangunan ekonomi (Levine, 2005). Layanan intermediasi keuangan tersebut seperti memobilisasi tabungan, mengelola risiko aktivitas keuangan, mengevaluasi proyek-proyek, memfasilitasi transaksi kapital *inflow*, mengawasi manajer,

dsb dapat membantu kemudahan proses pembangunan ekonomi sehingga dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Demirgüç-Kunt dan Levine (2008) menunjukkan terdapat hubungan kausal pada pembangunan keuangan dengan pertumbuhan ekonomi. Levine (2005) menyatakan bahwa institusi keuangan dan pasar keuangan dapat memberikan pengaruh yang kuat terhadap perekonomian suatu negara khususnya dalam pembangunan ekonomi, pengentasan kemiskinan, dan stabilitas ekonomi.

How to cite:

Sukowati, N. N. & Falianty, T. A. (2021). Dampak Kebijakan Moneter dan Makroprudensial terhadap Pembangunan Keuangan Studi Lintas Negara, 2000 – 2014. *Jurnal Ekonomi dan Statistik Indonesia*. 1 (3), 198 – 212. doi: 10.11594/jesi.01.03.07

Terdapat banyak mekanisme pendalaman keuangan yang merupakan bagian dari proses pembangunan keuangan dapat berdampak pada volatilitas makroekonomi. Beberapa literatur menyebutkan bahwa sektor keuangan dapat berpengaruh pada stimulus pertumbuhan dengan volatilitas yang tinggi pada negara berpendapatan tinggi pada jangka yang pendek, tetapi kondisi tersebut dapat menstabilkan ekonomi pada negara berpendapatan rendah (Beck, Degryse, and Kneer, 2014). Sistem keuangan yang stabil dapat memfasilitasi diversifikasi, mengurangi kegagalan, dan mengurangi fluktuasi (Wagner, 2010). Institusi ataupun intermediasi keuangan yang mengatasi friksi-friksi tersebut dapat mengurangi terjadinya volatilitas agregat (Dabla-Norris dan Srivisal, 2013).

Di sisi lain, proses pembangunan keuangan dapat menyebabkan lebih banyak pengambilan risiko oleh pengusaha dan bank atau memfasilitasi leverage yang berlebihan, dimana keduanya berpotensi meningkatkan volatilitas (Shleifer dan Vishny, 2010, dan Wagner, 2010). Selain itu, De la Torre, dkk (2013) menjelaskan bahwa keberhasilan mengatasi friksi pasar juga dapat menyebabkan ketidakstabilan sistemik. Jenis dinamika ini dapat terjadi jika mengatasi friksi ternyata meningkatkan partisipasi sedemikian rupa sehingga menyebabkan aktivitas baru yang lebih parah. Pada saat perekonomian sudah *mature*, pembangunan keuangan dapat menyebabkan pelemahan keuangan, seperti krisis perbankan sistemik, siklus *boom* dan *bust*, serta volatilitas keuangan secara keseluruhan (Loayza dan Rancière, 2006).

Selain itu, sektor keuangan lintas negara memiliki karakteristik dan kedalaman yang sangat heterogen. Negara maju yang memiliki pembangunan keuangan yang sangat berkembang (*developed*) juga menyebabkan kondisi keuangan yang rapuh. Sebaliknya, negara berkembang juga perlu meningkatkan pembangunan keuangan karena pembangunan keuangan sangat dibutuhkan untuk menciptakan kondisi ekonomi yang lebih stabil demi tercapainya pembangunan dan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Kondisi pembangunan keuangan dan karakteristik sektor keuangan lintas negara menjadi masalah dan

perhatian menarik untuk dikaji lebih lanjut. Hal ini akan mendorong penelitian mengenai kebijakan yang tepat untuk meningkatkan pembangunan keuangan pada masa mendatang. Kebijakan moneter dan makroprudensial yang dikeluarkan bank sentral diharapkan dapat memacu stabilitas sektor keuangan suatu negara. Hal ini menimbulkan pertanyaan bagaimana kaitannya antara kebijakan yang dikeluarkan oleh bank sentral berbagai negara, yaitu kebijakan moneter dan kebijakan makroprudensial, dengan pembangunan keuangan. Apakah kebijakan tersebut juga ikut meningkatkan pembangunan keuangan suatu negara. Penelitian ini memiliki kontribusi untuk mengetahui dampak kebijakan moneter dan makroprudensial terhadap pembangunan keuangan, dimana penelitian mengenai kebijakan tersebut selama ini lebih banyak difokuskan pada pertumbuhan ekonomi dan stabilitas keuangan. Dengan diketahui dampak kebijakan tersebut, pembuatan kebijakan-kebijakan tersebut dapat memperhitungkan pembangunan keuangan demi tercapainya pertumbuhan ekonomi.

Tinjauan Pustaka

Semua sistem keuangan menyediakan fungsi-fungsi tersebut, namun tidak diketahui seberapa baik sistem keuangan dalam menyediakan fungsi-fungsi tersebut. Dengan demikian, pembangunan keuangan meliputi peningkatan fungsi sistem keuangan dalam memproduksi informasi *ex ante* mengenai investasi yang mungkin diambil, monitor investasi serta implementasi pengelolaan perusahaan, diversifikasi, *trading*, serta manajemen risiko, mobilisasi dan pengumpulan tabungan, serta pertukaran barang dan jasa (Levine, 2005). Dengan kata lain, pembangunan keuangan ditandai dengan adanya sistem keuangan yang berfungsi dengan baik.

Fungsi sistem keuangan dapat berjalan dengan baik tergantung pada lingkungan yang mendukung (*enabling environment*) (World Bank, 2012). Lingkungan yang mendukung dapat menciptakan kerangka kerja informasi yang lancar, termasuk standar dan audit, serta pengaturan yang efektif untuk berbagi informasi antara debitur dan penjamin. Lingkungan yang mendukung tercipta dari manajemen

makroekonomi yang tepat, termasuk kebijakan fiskal yang sehat, dan kebijakan moneter yang transparan dan dapat dipercaya. Lingkungan yang mendukung juga tercipta dari pengawasan prudensial yang efektif dan berfungsi dengan baik. Lingkungan yang mendukung ini (*the enabling environment*) secara langsung dipengaruhi oleh kebijakan, daripada pembangunan keuangan itu sendiri.

Kebijakan moneter dapat mempengaruhi sektor keuangan diantaranya melalui saluran kredit, yang terdiri dari saluran peminjaman bank dan saluran neraca (Gambacorta and Marques-Ibanez, 2011, Ireland, 2010). Pada saluran peminjaman bank, kebijakan moneter ekspansif melalui pelonggaran suku bunga dapat meningkatkan cadangan dan simpanan bank karena menurunnya biaya peluang memegang deposito, yang kemudian berdampak pada bertambahnya jumlah peminjam. Peminjam semakin mudah untuk mendapatkan pendanaan tanpa harus menambah *cost*. Selanjutnya, hal ini akan berakibat pada meningkatnya aktivitas peminjaman bank dan pendanaan investasi. Pada saluran neraca, kebijakan moneter ekspansif melalui pelonggaran suku bunga dapat meningkatkan harga saham, yang kemudian berdampak pada peningkatan kekayaan bersih perusahaan dan peningkatan arus kas perusahaan. Nilai kekayaan bersih yang lebih tinggi dapat menghindarkan perusahaan dari masalah seleksi, sehingga dapat terhindar dari *loses* dan masalah moral *hazard* dari mengambil proyek investasi yang berisiko. Selanjutnya, hal ini meningkatkan kepercayaan pemberi pinjaman (bank) untuk dapat memberi pinjaman sehingga dapat mendorong aktivitas peminjaman. Peningkatan aktivitas peminjaman tersebut menjadi pendorong proses pembangunan keuangan.

Kebijakan makroprudensial dapat mempengaruhi pembangunan keuangan karena dapat mencegah dan mengurangi risiko. Proses pembangunan keuangan dikaitkan dengan proses terciptanya risiko. Proses pembangunan keuangan dengan mengatasi friksi pasar, ataupun dari pertumbuhan kredit yang cepat berkaitan dengan ketidakstabilan keuangan (De la Torre et al., 2013; Loayza and Rancière, 2006, Shleifer and Vishny, 2010, and Wagner, 2010). Selain itu, penelitian lain

menunjukkan pembangunan keuangan memiliki dampak positif terhadap ketidakstabilan keuangan, yang dihubungkan dengan liberalisasi keuangan (Batuo, Mlambo, and Asongu, 2018).

Pelonggaran kebijakan makroprudensial dapat melonggarkan pertumbuhan cepat dari kredit agar yang dapat menciptakan peluang terjadinya risiko, namun hal tersebut justru mendorong proses pembangunan keuangan. Kebijakan makroprudensial terdiri dari tiga instrumen, yaitu (1) instrumen yang berhubungan dengan kredit yang bertujuan untuk mencegah terjadinya pertumbuhan kredit dan *leverage* yang tinggi, (2) instrumen yang berhubungan dengan likuiditas yang bertujuan untuk mencegah terjadinya *maturity mismatch* dan pasar yang tidak likuid, serta (3) instrumen yang berhubungan dengan kapital bertujuan untuk mengurangi moral *hazard* dan pengambilan risiko yang lebih besar (Beyer, dkk, 2017). Pelonggaran kebijakan makroprudensial melalui instrumen kredit dapat melonggarkan pertumbuhan kredit sehingga dapat mendorong aktivitas peminjaman dan mempengaruhi standar kredit bank. Pelonggaran melalui instrumen likuiditas dapat melonggarkan terjadinya ledakan pasar yang besar. Disisi lain, pelonggaran kebijakan makroprudensial melalui instrumen kapital tidak dapat mencegah bank mengambil risiko yang lebih tinggi, karena penurunan modal melalui peminjaman internal. Hal ini berakibat tidak dipindahkannya peminjaman ke peminjam yang lebih aman. Dengan demikian, dengan pelonggaran-pelonggaran instrumen kredit, likuiditas, dan kapital dapat mendorong proses pembangunan keuangan melalui pertumbuhan kredit yang besar, ledakan pasar yang besar, pengambilan proyek berisiko akan meningkat.

Studi Literatur

Penelitian terdahulu mengenai pembangunan keuangan biasanya dihubungkan dengan pertumbuhan ekonomi, seperti yang dilakukan King dan Levine (1993). King dan Levine (1993) menyimpulkan bahwa ukuran sektor intermediasi keuangan relatif terhadap PDB, peranan bank relatif terhadap bank sentral, dan persentase kredit yang dirasionkan

terhadap PDB berhubungan kuat dan *robust* dengan pertumbuhan ekonomi melalui *channel* tingkat akumulasi kapital dan efisiensi alokasi kapital. Hassan, Sanchez, dan Yu (2010) menemukan bahwa terdapat hubungan positif pada pembangunan keuangan dengan pertumbuhan ekonomi jangka panjang pada sampel lintas negara yang besar. Lebih lanjut, Loayza dan Rancière (2006) menemukan bahwa terdapat hubungan positif intermediasi keuangan dengan pertumbuhan *output* dalam jangka panjang, namun berdampingan dengan hubungan negatif jangka pendek antara intermediasi keuangan dan pertumbuhan *output*. Di sisi lain, penelitian mengenai kebijakan moneter dan makroprudensial lebih cenderung dihubungkan dengan stabilitas keuangan, seperti yang dilakukan Rubio dan Gallego (2014) dan Adrian dan Liang (2018). Rubio dan Gallego (2014) menemukan bahwa, dengan adanya *shock* teknologi dan permintaan rumah, otoritas makroprudensial akan menurunkan LTV untuk memoderatkan kredit *boom*, yang kemudian akan menciptakan stabilitas keuangan. Lain halnya dengan Adrian dan Liang (2018) menyoroti pentingnya menambahkan *risk taking channel* pada saluran transmisi moneter tradisional, sehingga dapat memperhitungkan *cost* dan manfaat menggunakan kebijakan moneter sehingga dapat mempertimbangkan risiko terhadap stabilitas keuangan.

Selanjutnya, penelitian mengenai dampak kebijakan moneter dan makroprudensial terhadap pembangunan keuangan masih terbatas ditemui dan masih kurang spesifik menguji kebijakan tersebut. Beberapa diantaranya, yaitu Tayssir dan Feryel (2018) memeriksa dampak dari karakteristik bank sentral dan kebijakan moneter terhadap pembangunan keuangan dengan membagi kelompok negara menjadi *developed*, *emerging*, dan *developing*. Kebijakan moneter seperti suku bunga jangka pendek dan target inflasi memiliki dampak yang bervariasi terhadap pembangunan keuangan. Suku bunga jangka pendek berdampak negatif terhadap struktur keuangan, namun berdampak positif terhadap *financial openness* pada negara *developed*, dan berdampak positif terhadap struktur keuangan dan *financial openness*. Begitu pula dengan Ma dan Lin (2016) juga melakukan

penelitian mengenai hubungan pembangunan keuangan dan efektivitas kebijakan moneter. Ma dan Lin (2016) menyimpulkan bahwa efektivitas kebijakan moneter terhadap output dan inflasi ternyata signifikan dan berhubungan negatif terhadap pembangunan keuangan. Rousseau dan Yilmazkuday (2009) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara inflasi dengan pembangunan keuangan, inflasi yang tinggi diasosiasikan dengan proses pembangunan keuangan yang menurun.

Metodologi

Data yang digunakan meliputi data pembangunan keuangan, kebijakan moneter, kebijakan makroprudensial, dan variabel kontrol dari 43 negara dalam rentang waktu 2000: Q1 – 2014:Q4. Negara-negara tersebut diklasifikasikan menjadi 25 negara maju, 17 negara berkembang, dan 1 negara transisi (Federasi Rusia) berdasarkan klasifikasi *World Economic Situation and Prospects 2014* (WESP 2014). Negara Federasi Rusia akan dimasukkan pada klasifikasi negara berkembang untuk kebutuhan penelitian ini, dilihat berdasarkan kedekatan dan pola data yang dimiliki oleh negara tersebut.

Untuk menggambarkan kondisi pembangunan keuangan tersebut, penelitian ini menggunakan *proxy* instrumen rasio kredit privat terhadap produk domestik bruto (PDB). Rasio kredit privat terhadap PDB adalah *proxy* pembangunan keuangan dari dimensi kedalaman keuangan. *Proxy* kedalaman keuangan berarti menggambarkan keseluruhan tingkat layanan yang disediakan oleh sistem keuangan (World Bank, 2012). Selain itu, penggunaan rasio kredit privat terhadap PDB telah banyak digunakan banyak literatur dan memiliki hubungan positif yang kuat dengan pertumbuhan ekonomi (World Bank, 2012). Rasio kredit privat terhadap PDB juga menggambarkan aktivitas intermediasi keuangan dalam menjalankan fungsi sistem keuangan khususnya yang berhubungan dengan investor (Beck, Demirgüç-Kunt, dan Levine, 1999). Data rasio kredit privat terhadap PDB diperoleh dari Bank for International Settlements (BIS). Sementara itu, suku bunga kebijakan (*policy rate*) digunakan sebagai instrumen kebijakan

moneter yang datanya diperoleh dari BIS dan International Monetary Fund (IMF) yang bersumber dari International Financial Statistics (IFS). Penelitian ini menggunakan data kebijakan makroprudensial yang diperoleh dari penelitian Cerutti, dkk (2015) melalui *link* pada penelitian mereka. Data kebijakan makroprudensial berupa indeks yang disusun berbagai instrumen dari semua pengukuran kebijakan. Kemudian, indeks disusun dengan memetakan perubahan instrumen tersebut seperti yang dilakukan Akinci dan Olmstead-Rumsey (2018) dan Cerruti, dkk (2017). Variabel kontrol yang digunakan adalah jumlah penduduk (populasi), PDB per kapita, dan rasio *foreign direct investment* (FDI) terhadap PDB. Jumlah populasi periode kuartal diperoleh dari OECD, sedangkan populasi beberapa negara diperoleh periode tahunan dari World Development Indikator yang disediakan World Bank. Data populasi tahunan dilakukan interpolasi metode cubic spline untuk menjadi data populasi kuartalan. Data luas wilayah diperoleh secara online dari website Wikipedia. PDB per kapita diperoleh dari OECD, sedangkan PDB per kapita beberapa dihitung secara mandiri dari data populasi dan PDB nominal yang diperoleh dari IMF dan Bank sentral. Data rasio FDI terhadap PDB dihitung secara mandiri dari data FDI yang bersumber dari CEIC dan PDB nominal yang bersumber dari IMF dan Bank sentral.

Penelitian ini memperhitungkan kemungkinan terjadinya efek kausalitas dimana pembangunan keuangan di masa lampau dapat mempengaruhi pembangunan keuangan di masa mendatang. Dengan demikian model yang diajukan untuk menggambarkan hubungan antar variabel yang diteliti yaitu:

$$FD_{i,t} = \rho FD_{i,t-1} + \beta_1 POL_{i,t} + \beta_2 PRU_{i,t} + \delta' X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Dimana $FD_{i,t}$ merupakan pembangunan keuangan yang diwakili dengan (log) instrumen rasio kredit privat terhadap PDB, $POL_{i,t}$ merupakan suku bunga kebijakan yang merupakan instrumen kebijakan moneter, dan $PRU_{i,t}$ merupakan indeks kebijakan makroprudensial. $X_{i,t}$ merupakan matriks variabel kontrol yang terdiri dari (log) populasi (δ_1), (log) PDB per Kapita (δ_2), dan (log) rasio FDI terhadap PDB

(δ_3). $FD_{i,t-1}$ merupakan lag satu periode dari pembangunan keuangan.

Metode statistik yang digunakan adalah regresi panel data dinamis karena penelitian ini mempertimbangkan adanya hubungan kausalitas dimana pembangunan keuangan di masa lampau dapat mempengaruhi pembangunan keuangan di masa mendatang. Dalam melakukan regresi ini dibutuhkan perhatian dalam melakukan kontrol *unobserved factors*, baik heterogenitas negara ataupun waktu, yang mungkin dapat mempengaruhi pembangunan keuangan. Oleh karena itu, digunakan efek tetap untuk negara dan waktu. Sementara itu, digunakan pendekatan Andersen dan Hsiao (1981), dan estimasi dengan *Generalized Method of Moments* (GMM) dengan *first difference* seperti yang diajukan Arellano dan Bond (1991) untuk mengatasi adanya kemungkinan kausalitas. Anderson dan Hsiao (1981) menyebutkan bahwa instrumen variabel yang valid untuk $\Delta FD_{i,t-1}$ adalah menggunakan $\Delta FD_{i,t-2}$ ataupun $FD_{i,t-2}$. Hasil estimasi yang diperoleh dengan menggunakan metode ini bersifat tidak bias dan konsisten. Namun ternyata, estimasi dengan metode yang dijelaskan Anderson dan Hsiao (1982) menghasilkan varians yang lebih besar jika dibandingkan dengan metode GMM yang diajukan Arellano dan Bond (1991). Penggunaan metode GMM akan dapat menghasilkan estimator yang konsisten, jika memenuhi syarat spesifikasi Arellano-Bond dan Sargan. Tes spesifikasi ini dilakukan untuk menguji konsistensi estimator yang diperoleh dari GMM dibawah H_0 tidak terdapat autokorelasi pada residual. Sementara itu, tes spesifikasi sargan dilakukan untuk mengetahui apakah kondisi *over-identifying restrictions* apakah valid atau tidak dibawah H_0 instrumen yang digunakan valid. Kondisi ini adalah suatu kondisi dimana jumlah variabel instrumen yang digunakan melebihi jumlah parameter.

Hasil dan Diskusi

Rasio kredit privat terhadap PDB menggambarkan kedalaman keuangan yang melalui aktivitas intermediasi keuangan, khususnya yang berhubungan dengan investor (Beck, Demirgüç-Kunt, dan Levine, 1999). Rasio kredit privat terhadap PDB yang digunakan

pada penelitian ini memiliki pola tren peningkatan yang cenderung sama dengan indeks pembangunan keuangan. Selain itu, korelasi yang dihasilkan keduanya menunjukkan hubungan positif yang kuat. Pada Gambar 1, hasil plot menunjukkan hubungan positif dengan koefisien korelasi sebesar 0,9635 dengan level signifikansi 1%. Angka tersebut menunjukkan adanya korelasi kuat yang signifikan antara rasio kredit privat terhadap PDB

dan indeks pembangunan keuangan, dimana peningkatan rasio kredit privat terhadap PDB diasosiasikan dengan peningkatan indeks pembangunan keuangan. Kondisi ini menguatkan indikator rasio kredit privat terhadap PDB yang digunakan pada penelitian ini sudah cukup menggambarkan pembangunan keuangan (melalui indeks pembangunan keuangan).

Gambar 1. Korelasi Rasio Kredit Privat terhadap PDB dan Indeks Pembangunan Keuangan, 1980 – 2017

Dampak kebijakan moneter (β_1) yang dihasilkan yaitu sebesar -0.0013 yang signifikan (Tabel 1). Nilai ini menunjukkan adanya dampak negatif dimana penurunan suku bunga kebijakan sebesar satu persen akan meningkatkan rasio kredit privat terhadap PDB sebesar 0.0013 persen. Kondisi ini menggambarkan kebijakan moneter ekspansif dapat mendorong aktivitas peminjaman perbankan. Terdorongnya aktivitas peminjaman bank akan mendorong proses pembangunan keuangan. Kondisi ini juga sejalan dengan penelitian Tayssir dan Feryel (2018) dimana pada model struktur keuangan yang menggambarkan kedalaman keuangan, suku bunga jangka pendek berdampak negatif terhadap struktur keuangan.

Dampak kebijakan moneter terhadap sektor keuangan dapat dijelaskan melalui saluran kredit, yang dibagi menjadi sub-saluran pinjaman bank dan sub-saluran neraca. Melalui sub-saluran pinjaman bank, kebijakan moneter ekspansif akan meningkatkan cadangan bank dan simpanan bank, serta mengurangi biaya

memegang deposito (Ireland, 2010). Bank akan meningkatkan pinjaman kepada peminjam dan meningkatkan *portfolio* pinjaman mereka karena peningkatan simpanan dan cadangan bank serta meningkatnya sumber pendanaan. Hal ini akan berakibat pada bertambahnya peminjam tanpa harus mencari pinjaman lain ataupun tanpa menambah *cost* atau tanpa menambah premi pendanaan eksternal (Gambacorta and Marques-Ibanez, 2011). Sedangkan melalui sub-saluran neraca, kebijakan moneter ekspansif dapat menyebabkan peningkatan harga saham yang kemudian menyebabkan peningkatan kekayaan bersih perusahaan (Ireland, 2010). Bertambahnya kekayaan bersih perusahaan menghindarkan kerugian (*loses*) dari proses seleksi, sehingga perusahaan mengalami peningkatan pinjaman untuk investasi karena terhindar masalah seleksi. Kondisi tersebut akan menyebabkan meningkatnya aktivitas peminjaman bank yang berakibat pada peningkatan pendanaan investasi dan aktivitas riil.

Dampak indeks makroprudensial (β_2)

yang dihasilkan sebesar -0,0023 dan signifikan secara statistik (Tabel 1). Nilai ini menunjukkan adanya dampak negatif dimana penurunan indeks makroprudensial sebesar satu poin akan meningkatkan rasio kredit privat terhadap PDB sebesar 0.0023 persen. Dampak negatif yang diperoleh menunjukkan pelanggaran kebijakan makroprudensial secara

umum dapat mendorong laju pertumbuhan kredit untuk tumbuh. Dimana, pertumbuhan kredit menandakan sektor keuangan sedang berkembang. Tanpa adanya pertumbuhan kredit, sektor keuangan akan kurang dalam dan kurang mampu memberikan layanan keuangan (World Bank, 2012).

Tabel 1. Dampak Kebijakan Moneter dan Makroprudensial terhadap Pembangunan Keuangan

	(1)	(2)	(3)	(4)
Log(Rasio Kredit Privat t PDB (Lag(-1)))	0.8924***	0.8719***	0.8883***	0.8992***
	(0.0254)	(0.0169)	(0.0268)	(0.0276)
Suku Bunga Kebijakan	0.0013*	-0.0019***	-0.0015**	-0.0010*
	(0.0007)	(0.0007)	(0.0006)	(0.0006)
Indeks Makroprudensial	-0.0023**			
	(0.0010)			
Indeks Instrumen Kapital		0.0037		
		(0.0024)		
Indeks Instrumen Likuiditas			-0.0026*	
			(0.0014)	
Indeks Instrumen Kredit				-0.0118***
				(0.0034)
Log(populasi)	0.3650***	0.2297***	0.2878***	0.4906***
	(0.1274)	(0.0640)	(0.0900)	(0.1873)
Log(PDB per kapita)	0.0117***	0.0114***	0.0122***	0.0114***
	(0.0043)	(0.0037)	(0.0044)	(0.0032)
Log(Rasio FDI to PDB)	0.0026***	0.0003	0.0022***	0.0027***
	(0.0008)	(0.0010)	(0.0008)	(0.0007)
Sargan-Hansen test:				
H0: overidentifying restrictions are valid				
chi(2-step)	39.5058	38.5372	39.5543	39.2825
Prob > chi	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
chi(3-step)	43.0000	43.0000	43.0000	42.0000
Prob > chi	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Arellano-Bond test:				
H0: no autocorrelation				
z (order-1)	-3.8600	-3.7646	-3.8746	-3.9124
Prob > z	0.0001	0.0002	0.0001	0.0001
z (order-1)	1.6198	1.6184	1.6086	1.6320
Prob > z	0.1053	0.1056	0.1077	0.1027

Notes: Model (1) model utama yang digunakan pada studi ini. Model (2) model yang menggunakan indeks instrument kapital. Model (3) model yang menggunakan indeks instrument likuiditas. Model (4) model yang

menggunakan indeks instrument kredit. Angka didalam kurung menunjukkan *regular standard errors* dengan * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.

Tabel 2. Dampak Kebijakan Moneter dan Makroprudensial terhadap Pembangunan Keuangan pada Negara Maju

	(1)	(2)	(3)	(4)
Log(Rasio Kredit Privat t PDB (Lag(-1)))	0.8498*** (0.0879)	0.9111*** (0.0932)	0.9158*** (0.1007)	0.8987*** (0.0863)
Suku Bunga Kebijakan	-0.0026*** (0.0010)	-0.0024** (0.0011)	-0.0005 (0.0020)	-0.0021** (0.0009)
Indeks Makroprudensial	-0.0071 (0.0077)			
Indeks Instrumen Kapital		0.0016 (0.0034)		
Indeks Instrumen Likuiditas			-0.0033 (0.0139)	
Indeks Instrumen Kredit				-0.0078 (0.0077)
Log(populasi)	0.5621 (0.5654)	0.1808 (0.4636)	-0.1121 (0.4906)	0.3092 (0.4710)
Log(PDB per kapita)	0.0157** (0.0078)	0.0188*** (0.0069)	0.0290*** (0.0065)	0.0209*** (0.0072)
Log(Rasio FDI to PDB)	0.0021 (0.0016)	0.0019 (0.0013)	0.0022 (0.0017)	0.0024* (0.0014)
Sargan-Hansen test:				
H0: overidentifying restrictions are valid				
chi(2-step)	23.5376	22.9366	23.7086	39.2825
Prob > chi	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
chi(3-step)	25.0000	25.0000	25.0000	42.0000
Prob > chi	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Arellano-Bond test:				
H0: no autocorrelation				
z (order-1)	-2.6636	-2.7358	-2.7132	-2.7534
Prob > z	0.0077	0.0062	0.0067	0.0059
z (order-1)	0.6005	0.5357	0.2892	0.3828
Prob > z	0.5481	0.5922	0.7724	0.7018

Catatan: Model (1) model negara maju yang digunakan pada studi ini. Model (2) model negara maju yang menggunakan indeks instrumen kapital. Model (3) model negara maju yang menggunakan indeks instrumen likuiditas. Model (4) model negara maju yang menggunakan indeks instrumen kredit. Angka didalam kurung menunjukkan *regular standard errors* dengan * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Jika dilihat dari jenis instrumen penyusun indeks makroprudensial, instrumen likuiditas dan kredit berdampak negatif yang signifikan secara statistik terhadap rasio kredit privat terhadap PDB. Penurunan indeks instrumen

likuiditas sebesar satu poin dapat signifikan meningkatkan rasio kredit privat terhadap PDB sebesar 0,0026 persen, sama halnya dengan penurunan indeks instrumen kredit dapat signifikan meningkatkan rasio kredit privat terhadap PDB sebesar 0,0118 persen. Sementara itu, indeks instrumen kapital berdampak positif terhadap rasio kredit privat terhadap PDB, namun hasil yang diperoleh tidak signifikan secara statistik. Kebijakan makroprudensial melalui instrumen yang berhubungan dengan likuiditas bertujuan untuk mencegah terjadinya *maturity mismatch* yang tinggi dan pasar yang tidak likuid, sedangkan instrumen yang berhubungan

dengan kredit bertujuan untuk mencegah terjadinya pertumbuhan kredit dan *leverage* yang tinggi.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pelonggaran-pelonggaran instrumen likuiditas dan kredit dapat mendorong proses pembangunan keuangan, karena pasar dapat berkembang lebih besar dan pertumbuhan kredit dapat tumbuh lebih besar. Namun, perlu perhatian pula ketika pasar dan pertumbuhan kredit sudah tumbuh terlalu besar dapat meningkatkan risiko dalam hal masalah likuiditas dan ledakan kredit. Penggunaan instrumen kebijakan makroprudensial umumnya disesuaikan dengan kondisi keuangan di berbagai negara seperti tingkat ekonomi, rezim nilai tukar dan tipe shock yang terjadi dan sebaiknya digunakan secara kombinasi indikator antar instrumen (Lim, dkk, 2011). Penggunaan instrumen yang berhubungan dengan kredit dan likuiditas lebih sering digunakan oleh berbagai negara, dibandingkan instrumen yang berhubungan dengan kapital. Berdasarkan penelitian yang dilakukan Lim, dkk (2011) pada berbagai negara, instrumen yang berhubungan dengan kredit sering digunakan untuk mengatur pertumbuhan kredit ketika penggunaan suku bunga dibatasi. Negara – negara tersebut juga cenderung menggunakan instrumen yang berhubungan dengan likuiditas untuk mengatur risiko pendanaan eksternal. Selain itu, pada penelitian ini pengaruh instrumen yang berhubungan dengan kredit lebih signifikan dibanding likuiditas karena tujuan menghambat/melonggarkan pertumbuhan kredit lebih dekat dengan proses pembangunan keuangan.

Kemungkinan adanya dampak pembangunan keuangan pada periode sebelumnya yang digambarkan dari rasio kredit privat terhadap PDB dapat dilihat pada baris pertama Tabel 1. Rasio kredit privat terhadap PDB pada *lag* kuartier sebelumnya ternyata menghasilkan dampak positif yang signifikan terhadap rasio kredit privat terhadap PDB pada saat ini, yaitu sebesar 0,8924. Angka ini berarti adanya peningkatan rasio kredit privat terhadap PDB pada kuartier sebelumnya sebesar satu persen akan mendorong rasio kredit privat terhadap PDB sebesar 0,8924 persen. Dampak yang dihasilkan ini lebih besar dibandingkan dengan variabel lain. Dengan demikian, kondisi

aktivitas kredit pada periode sebelumnya juga berkaitan erat dengan kondisi kredit pada periode saat ini.

Penelitian ini menggunakan variabel-variabel kontrol yaitu jumlah populasi, PDB per kapita, dan rasio FDI terhadap PDB. Feyen dan Beck (2013) membangun model *financial possibility frontier* yang membandingkan stabilitas keuangan dan kedalaman keuangan (pembangunan keuangan). Variabel yang digunakan untuk menggambarkan kondisi tersebut yaitu variabel lingkungan sosio-ekonomi dan kebijakan jangka panjang. Variabel sosio-ekonomi yang digunakan oleh Feyen dan Beck (2013) diantaranya adalah jumlah populasi. Jumlah populasi sangat diperlukan karena populasi dapat mempengaruhi kebiasaan menabung serta permintaan akan jasa keuangan. Pada penelitian ini, populasi menghasilkan dampak positif yang signifikan terhadap rasio kredit privat terhadap PDB, sebesar 0,3650 persen. Kondisi ini berarti bahwa banyaknya jumlah populasi dapat menandakan banyaknya jumlah kredit di suatu negara, yang kemudian menggambarkan banyaknya aktivitas peminjaman bank. Banyaknya aktivitas peminjaman bank menjadi penanda terjadinya proses pembangunan keuangan.

Selain itu, PDB perkapita menghasilkan dampak positif yang signifikan terhadap rasio kredit privat terhadap PDB, yaitu sebesar 0,0117 persen. Hal ini berarti adanya peningkatan PDB per kapita akan mendorong rasio kredit privat terhadap PDB. Dampak positif ini juga menguatkan penelitian yang dilakukan Beck, dkk (2008) dan De la Torre, dkk (2013). Beck, dkk (2008) (log) PDB per kapita yang juga menghasilkan dampak positif sebesar 0,487 terhadap (log) rasio kredit privat terhadap PDB. Sementara itu, De la Torre, dkk (2013) menggunakan (log) PDB per kapita initial juga menghasilkan dampak positif sebesar 0,372 terhadap (log) kredit privat bank. Kondisi ini menunjukkan bahwa proses pembangunan keuangan sangat dekat dengan pembangunan ekonomi (Beck, dkk, 2008). Rasio FDI terhadap PDB juga memberikan dampak positif terhadap rasio kredit privat terhadap PDB, yaitu sebesar 0,0026 persen. Hal ini menunjukkan penanaman modal dari luar

negeri juga dapat meningkatkan rasio kredit privat terhadap PDB.

Dengan karakteristik sistem keuangan yang heterogen pada studi kasus lintas negara, maka penelitian ini juga memeriksa dampak kebijakan moneter dan makroprudensial lebih

spesifik, penelitian ini juga membagi menjadi kelompok negara maju dan negara berkembang. Dampak kebijakan moneter dan makroprudensial pada negara maju dapat dilihat pada Tabel 2 dan berkembang dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Dampak Kebijakan Moneter dan Makroprudensial terhadap Pembangunan Keuangan pada Negara Berkembang

	(1)	(2)	(3)	(4)
Log(Rasio Kredit Privat t PDB (Lag(-1)))	0.6825*** (0.1173)	0.9880*** (0.1623)	0.8233*** (0.0977)	0.8329*** (0.1286)
Suku Bunga Kebijakan	-0.0011 (0.0016)	-0.0004 (0.0033)	-0.0022 (0.0025)	-0.0012 (0.0011)
Indeks Makroprudensial	-0.0006 (0.0053)			
Indeks Instrumen Kapital		0.0105 (0.0166)		
Indeks Instrumen Likuiditas			0.0061 (0.0056)	
Indeks Instrumen Kredit				0.0107 (0.0139)
Log(populasi)	0.9702* (0.4969)	0.0049 (0.4218)	0.6254 (0.5075)	0.1329 (0.7229)
Log(PDB per kapita)	0.0157 (0.0252)	-0.0006 (0.0198)	-0.0243 (0.0297)	0.0113 (0.0098)
Log(Rasio FDI to PDB)	-0.0040 (0.0084)	0.0043 (0.0088)	0.0017 (0.0067)	0.0012 (0.0064)
Sargan-Hansen test:				
H0: overidentifying restrictions are valid				
chi(2-step)	11.0491	13.4121	12.0339	14.6943
Prob > chi	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
chi(3-step)	18.0000	18.0000	18.0000	18.0000
Prob > chi	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Arellano-Bond test:				
H0: no autocorrelation				
z (order-1)	-2.6597	-3.3399	-3.0306	-2.8509
Prob > z	0.0078	0.0008	0.0024	0.0044
z (order-1)	1.5781	1.5774	1.6217	1.5338
Prob > z	0.1145	0.1147	0.1049	0.1251

Catatan: Model (1) model negara berkembang yang digunakan pada studi ini. Model (2) model negara berkembang yang menggunakan indeks instrument kapital. Model (3) model negara berkembang yang menggunakan indeks instrument likuiditas. Model (4) model negara berkembang yang menggunakan indeks instrument kredit. Angka didalam kurung menunjukkan *regular*

standard errors dengan * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.

Dampak suku bunga kebijakan (β_1) terhadap rasio kredit privat terhadap PDB pada negara maju sebesar -0,0026 yang sangat signifikan secara statistik, sedangkan pada negara berkembang dampak yang dihasilkan tidak signifikan yaitu sebesar -0,0011. Hal ini menunjukkan bahwa penerapan dari kebijakan

moneter terhadap rasio kredit privat terhadap PDB memiliki arah dampak yang sama baik pada negara maju dan negara berkembang. Kebijakan moneter ekspansif terhadap suku bunga akan meningkatkan aktivitas peminjaman bank dan pendanaan investasi. Kondisi ini berlaku secara signifikan pada negara maju, sebaliknya tidak signifikan pada negara berkembang. Kebijakan makroprudensial terhadap rasio kredit privat terhadap PDB memberikan arah dampak yang sama pada negara maju dan berkembang. Dampak indeks makroprudensial (β_2) terhadap rasio kredit privat terhadap PDB pada negara maju sebesar -0,0071 dan pada negara berkembang sebesar -0,0006. Namun, keduanya tidak berdampak signifikan secara statistik. Begitu pula dengan melakukan *breakdown* indeks makroprudensial menjadi instrumen yang berhubungan dengan kapital, likuiditas, dan kredit pada kolom (2), (3), dan (4) pada Tabel 2, serta kolom (2), (3), dan (4) pada Tabel 3 juga tidak menghasilkan dampak yang signifikan secara statistik terhadap rasio kredit privat terhadap PDB.

Terlepas dari masalah signifikansi variabel, nilai β_1 yang dihasilkan pada negara maju ternyata lebih besar dibandingkan baik pada negara berkembang, maupun ekonomi secara keseluruhan. Begitu pula dengan kebijakan makroprudensial, nilai β_2 yang dihasilkan pada negara maju ternyata lebih besar dibandingkan baik pada negara berkembang maupun ekonomi secara keseluruhan. Adanya penurunan suku bunga kebijakan dan pelonggaran indeks makroprudensial memberikan dampak yang lebih besar terhadap rasio kredit privat terhadap PDB pada negara maju, dibandingkan dengan negara berkembang. Ini menunjukkan kondisi pertumbuhan kredit pada negara maju lebih sensitif terhadap kebijakan-kebijakan tersebut.

Pelonggaran makroprudensial ataupun penurunan indeks makroprudensial dapat mendorong proses pembangunan keuangan karena salah satunya dapat melonggarkan pertumbuhan kredit. Penggunaan instrumen kebijakan moneter tergantung pada kondisi ekonomi, *shock*, sistem nilai tukar, dsb. Lim, dkk (2011) merangkum bahwa *emerging market economies* lebih fokus pada risiko likuiditas

sehingga cenderung menggunakan instrumen yang berhubungan dengan likuiditas, sedangkan *advanced economies* cenderung menggunakan instrumen yang berhubungan dengan kredit walaupun lebih dari mereka mulai menggunakan instrumen yang berhubungan dengan likuiditas. *Emerging market economies* lebih sering menggunakan instrumen-instrumen kebijakan makroprudensial dibandingkan dengan *advanced economies*.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi dampak kebijakan moneter dan makroprudensial terhadap pembangunan keuangan dengan memakai indikator rasio kredit privat terhadap PDB, baik di negara maju maupun negara berkembang. Hasil studi empiris pada penelitian ini menemukan beberapa temuan. Pertama, suku bunga kebijakan memberikan dampak negatif yang signifikan terhadap rasio kredit privat terhadap PDB. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan moneter ekspansif melalui penurunan suku bunga kebijakan dapat mendorong aktivitas kredit yang kemudian dapat mendorong proses pembangunan keuangan. Kedua, indeks makroprudensial memberikan dampak negatif yang signifikan terhadap rasio kredit privat terhadap PDB. Hal ini mengindikasikan bahwa secara umum pelonggaran kebijakan makroprudensial melalui penurunan indeks makroprudensial dapat melonggarkan pertumbuhan kredit, terciptanya pasar yang besar, dan pengambilan proyek berisiko yang kemudian juga dapat mendorong proses pembangunan keuangan. Ketiga, dilihat lebih detail, instrumen yang berhubungan dengan kredit dan likuiditas memberikan dampak negatif yang signifikan terhadap rasio kredit privat terhadap PDB. Hal ini mengindikasikan bahwa efektivitas pelonggaran kebijakan makroprudensial untuk dapat mendorong pembangunan keuangan, melalui pelonggaran instrumen yang berhubungan dengan kredit yang dapat melonggarkan pertumbuhan kredit, dan melalui pelonggaran instrumen yang berhubungan dengan likuiditas yang dapat mendorong terciptanya pasar yang besar.

Untuk menangkap dampak yang lebih spesifik karena karakteristik keuangan lintas

negara yang heterogen, penelitian ini juga membagi dampak kebijakan moneter dan dampak kebijakan makroprudensial pada negara maju dan berkembang. Pada negara maju, penurunan suku bunga kebijakan secara signifikan mendorong peningkatan rasio kredit privat terhadap PDB. Penurunan indeks makroprudensial juga dapat mendorong peningkatan rasio kredit privat terhadap PDB, namun tidak signifikan secara statistik. Pada negara berkembang, penurunan suku bunga kebijakan dan indeks makroprudensial dapat mendorong peningkatan rasio kredit privat terhadap PDB, namun dampak keduanya tidak signifikan secara statistik. Penelitian ini belum dapat menggambarkan dampak suku bunga kebijakan dan indeks makroprudensial pada negara berkembang karena dampak keduanya tidak signifikan secara statistik.

Berdasarkan penelitian ini, kebijakan moneter dan makroprudensial dapat mendorong proses pembangunan keuangan dengan pelonggaran suku bunga kebijakan dan kebijakan makroprudensial secara umum. Lebih spesifik lagi, penggunaan instrumen kebijakan makroprudensial yang dapat mendorong proses pembangunan keuangan adalah instrumen yang berhubungan dengan kredit dan likuiditas. Dengan melakukan pelonggaran instrumen yang berhubungan dengan kredit dan likuiditas dapat mendorong proses pembangunan keuangan. Sebaliknya, pengetatan suku bunga kebijakan dan kebijakan makroprudensial secara umum dapat menghambat proses pembangunan.

Oleh karena itu, dibutuhkan perhatian dan kehati-hatian dalam penerapan kebijakan moneter dan makroprudensial. Dibutuhkan pelonggaran suku bunga kebijakan untuk dapat mendorong aktivitas peminjaman bank sehingga dapat mendorong proses pembangunan keuangan. Begitu pula, dibutuhkan pelonggaran kebijakan makroprudensial khususnya instrumen yang berhubungan dengan kredit dan likuitias untuk dapat mendorong proses pembangunan keuangan. Hal ini karena pelonggaran kedua instrumen tersebut dapat melonggarkan pertumbuhan kredit untuk tumbuh lebih besar dan dapat menciptakan pasar yang lebih besar. Namun, ketika pelonggaran terus-menerus akan sangat rentan dengan

terjadinya risiko sistemik karena kredit dapat tumbuh semakin cepat dan pasar akan tumbuh lebih besar tetapi kurang efisien, kurang likuid, dan kurang kompetisi, serta dapat tercipta maturity mismatch sehingga dibutuhkan pengetatan suku bunga kebijakan dan instrumen makroprudensial untuk mencegah terjadinya ketidakstabilan tersebut. Selain itu, dibutuhkan karakteristik negara dalam penerapan kebijakan tersebut.

Penelitian ini memiliki keterbatasan karena tidak dapat menggambarkan dampak kebijakan moneter dan kebijakan makroprudensial dengan baik pada negara berkembang. Hal ini mungkin disebabkan karena sampel negara berkembang cukup sedikit hanya terdiri dari 17 negara berkembang dari 43 negara secara keseluruhan. Selain itu, karakteristik negara berkembang yang memiliki sistem keuangan dan kondisi ekonomi yang sangat beragam yang penerapan kebijakan-kebijakan tersebut lebih bervariasi sehingga menjadi sulit mendapatkan gambaran dampak kebijakan-kebijakan tersebut. Penelitian ini hanya menggunakan indikator pembangunan keuangan dari dimensi kedalaman. Padahal, menangkap pada kedalaman keuangan sebagai proxy satu-satunya tidak akan cukup menggambarkan sistem keuangan (World Bank, 2012). Namun, hasil koefisien korelasi membuktikan adanya hubungan positif yang kuat dan signifikan antara rasio rasio kredit privat terhadap PDB dan indeks pembangunan keuangan. Selain itu, robustness dengan mengganti indikator pembangunan keuangan yang lain menguatkan penggunaan rasio kredit privat terhadap PDB sebagai indikator pembangunan keuangan. Penelitian ini juga memiliki keterbatasan dalam membandingkan indeks makroprudensial secara statistik dengan indikator lain untuk melihat efektivitas indeks secara statistik. Namun demikian, Cerutti, dkk (2017) sudah menjamin penggunaan indeks makroprudensial ini memiliki banyak keuntungan, terutama dalam mentransfer sifat kebijakan makroprudensial yang kualitatif menjadi bersifat kuantitatif sehingga dapat mewakili informasi yang lebih rinci mengenai cakupan intensitas penggunaannya dari waktu ke waktu.

Reference

- Adrian, T., & Liang, N. (2018). Monetary policy, financial conditions, and financial stability. *International Journal of Central Banking*, 14(1), 73–131. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2495074>
- Agénor, P., Gambacorta, L., Kharroubi, E., & Pereira da Silva, L. A. (2018). The effects of prudential regulation, financial development, and financial openness on economic growth. BIS Working Papers, 752, 41. <https://www.bis.org/publ/work752.pdf>
- Ari, A. & Cergibozan, R. (2016). The Twin Crises: Determinants of Banking and Currency Crises in the Turkish Economy. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(1), p.123-135, <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1105683>
- Akinci, O., & Olmstead-Rumsey, J. (2018). How effective are macroprudential policies? An empirical investigation. *Journal of Financial Intermediation*, 33(1136), 33–57. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2017.04.001>
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1981). Estimation of dynamic models with error components. *Journal of the American Statistical Association*, 76(375), 598–606. <https://doi.org/10.1080/01621459.1981.10477691>
- Apergis, N., Miller, S., & Alevizopoulou, E. (2012). The Bank Lending Channel and Monetary Policy Rules: Further Extensions. *Procedia Economics and Finance*, 2, 63–72. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00065-2](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00065-2)
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://www.jstor.org/stable/2297968%0A>
- Bailliu, J., Meh, C., & Zhang, Y. (2015). Macroprudential Rules And Monetary Policy When Financial Frictions Matter. *Economic Modelling*, 50, 148–161. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.06.012>
- Batuo, M., Mlambo, K., & Asongu, S. (2018). Linkages Between Financial Development, Financial Instability, Financial Liberalisation And Economic Growth In Africa. *Research in International Business and Finance*, 45, p.168-179. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.148>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1999). A New Database on Financial Development and Structure. *World Bank Economic Review*, 2. <https://doi.org/10.1093/wber/14.3.597>
- Beck, T., Degryse, H., & Kneer, C. (2014). Is More Finance Better? Disentangling Intermediation And Size Effects Of Financial Systems. *Journal of Financial Stability*, 10, p.50-64. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.03.005>
- Beck, T., Feyen, E., Ize, A., & Moizeszowicz, F. (2008). Benchmarking Financial Development. *World Bank Policy Research Working Paper*, 4638. <http://documents.worldbank.org/curated/en/621981468314984133/Benchmarking-financial-development>
- Bertola, G., Foellmi, R. & Zweimüller. (2014). *Income Distribution in Macroeconomic Models*. Princeton: Princeton University Press, 2014. <https://doi.org/10.1515/9781400865093>
- Beyer, A., Nicoletti, G., Papadopoulou, N., Papsdorf, P., Rünstler, G., Schwarz, C., Sousa, J., & Vergote, O. (2017). The transmission channels of monetary, macro- and microprudential policies and their interrelations. *Occasional Paper Series ECB Eurosystem*, No. 191.
- Bonfim, D., & Soares, C. (2018). The Risk-Taking Channel of Monetary Policy: Exploring All Avenues. *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(7), 1507–1541. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12500>
- Borio, C., & Drehmann, M. (2009). Assessing the risk of banking crises. *BIS Quarterly Review*, March, 29–46. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903e.pdf
- Borio, C., & Zhu, H. (2012). Capital regulation, risk-taking and monetary policy : a missing link in the transmission mechanism? *Journal of Financial Stability*, 8(4), 236–251. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2011.12.003>
- Cerutti, E., Correa, R., Fiorentino, E., & Segalla, E. (2017). Changes in prudential policy instruments—A new cross-country database. *International Journal of Central Banking*, 13(2), 477–503. <https://doi.org/10.5089/9781475574517.001>
- Creel, J., Hubert, P., & Labondance, F. (2015). Financial Stability And Economic Performance. *Economic Modelling*, 48, 25–40, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.10.025>
- Constâncio, Vítor. (2014). The European Crisis and the Role of the Financial System. *Journal of Macroeconomics*, 39 (B), p.250-259. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.08.009>
- Dabla-Norris, E., & Srivisal, N. (2013). Revisiting the Link Between Finance and Macroeconomic Volatility. *IMF Working Papers*, 13(29), 1. <https://doi.org/10.5089/9781475543988.001>
- de la Torre, A., Feyen, E., & Ize, A. (2013). Financial Development: Structure and Dynamics. *World Bank Economic Review*, 27(3), 514–541. <https://doi.org/10.1093/wber/lht005>
- Demirgüç-kunt, A., & Levine, R. (2008). Finance , Financial Sector Policies , and Long-Run Growth. *Policy Research Working Paper Series*, 4469. <http://documents.worldbank.org/curated/en/644501468149692967/Finance-financial-sector-policies-and-long-run-growth>
- Disyatat, P. (2011). The Bank Lending Channel Revisited. *Journal of Money, Credit and Banking*, 43(4), 711–734. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2011.00394.x>
- Fendoğlu, S. (2017). Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies. *Journal of Banking and Finance*, 79, 110–128. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.008>

- Feyen, E., & Beck, T. (2013). Benchmarking Financial Systems Introducing the Financial Possibility Frontier. World Bank Policy Research Working Paper, 6615.
- Galati, G., & Moessner, R. (2013). Macroprudential policy - a literature review. Journal of Economic Surveys, 27(5), 846-878. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2012.00729.x>
- Gambacorta, L., & Marques-Ibanez, D. (2011). The Bank Lending Channel Lesson From the Crisis. Economic Policy, 26(66), 135-182. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2011.00261.x>
- Hassan, M. K., Sanchez, B., Yu, J. (2010). Financial Development And Economic Growth: New Evidence From Panel Data. The Quarterly Review of Economics and Finance, 51(1). p.88-104. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2010.09.001>.
- Hoffmann, A. (2019). Beware of Financial Repression: Lessons from History. Intereconomics, 54, p.259-266. <https://doi.org/10.1007/s10272-019-0833-0>
- Huang, Y. (2010). Determinants of Financial Development. In Palgrave Macmillan. PALGRAVE MACMILLAN.
- International Monetary Fund. (2011). Macroprudential Policy: An Organizing Framework. IMF Policy Papers. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Macroprudential-Policy-An-Organizing-Framework-Background-Paper-PP4546>
- International Monetary Fund. (2012). Enhancing Financial Sector Surveillance in Low Income Countries : Financial Deepening and Macrostability. IMF Policy Papers. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Enhancing-Financial-Sector-Surveillance-in-Low-Income-Countries-Financial-Deepening-and-PP4649>
- Ireland P.N. (2010) Monetary Transmission Mechanism. In: Durlauf S.N., Blume L.E. (eds) Monetary Economics. The New Palgrave Economics Collection. Palgrave Macmillan, London. https://doi.org/10.1057/9780230280854_26
- Kashyap, A., Richard B., & Charles G. (2011). "The Macroprudential Toolkit," IMF Economic Review 59(2), 145-161. <https://www.jstor.org/stable/41290958>
- Kenç, T. (2015). Macroprudential regulation: history , theory and policy. BIS Working Papers, 86, 1-15. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap86c.pdf>
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth : Schumpeter Might be Right. The Quarterly Journal of Economics, 108(3), 717-737. <https://www.jstor.org/stable/2118406>
- Kim, D., & Lin, S. (2010). Dynamic Relationship Between Inflation And Financial Development. Macroeconomic Dynamics, 14(3), 343-364. <https://doi.org/10.1017/S1365100509090312>
- Kuttner, K. N., & Shim, I. (2016). Can non-interest rate policies stabilize housing markets ? Evidence from a panel of 57 economies. Journal of Financial Stability, 26, 31-44. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2016.07.014>
- Kwapil, C., & Scharler, J. (2010). Interest Rate Pass-Through, Monetary Policy Rules And Macroeconomic Stability. Journal of International Money and Finance, 29(2). p.236-251. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.06.010>
- Leaven, L., Levine, R., & Michalopoulos, S. (2015). Financial innovation and endogenous growth. Journal of Financial Intermediation (Vol. 24, Issue 1, p. 1-24). <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2014.04.001>
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), Handbook of Economic Growth (Vol. 1A, Issue 05, pp. 867-934). Elsevier B.V. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, 35(2), 688-726. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-1678>
- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T., & Wu, X. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. IMF Working Papers, 11/238. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Macroprudential-Policy-What-Instruments-and-How-to-Use-them-Lessons-From-Country-Experiences-25296>
- Lim, C. H., Krznar, I., Lipinsky, F., & Otani, A. (2013). The Macroprudential Framework : Policy Responsiveness and Institutional Arrangements. IMF Working Papers, 13/166. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Macroprudential-Framework-Policy-Responsiveness-and-Institutional-Arrangements-40789>
- Loayza, N., & Ranciere, R. (2006). Financial Development , Financial Fragility , and Growth. Journal of Money, Credit and Banking, 38(4), 1051-1076. <https://www.jstor.org/stable/3838993%0A>
- Ma, Y., & Lin, X. (2016). Financial development and the effectiveness of monetary policy. Journal of Banking and Finance, 68, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.03.002>
- Mavroeidis, Sophocles. (2010). Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Some New Evidence. American Economic Review, 100(1):491-503. <https://doi.org/10.1257/aer.100.1.491>
- Mayer, Colin. (2009). 12.Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development. Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, edited by R. Glenn Hubbard, Chicago: University of Chicago Press, 2009, pp. 307-332. <https://doi.org/10.7208/9780226355948-014>
- Mishkin, F.S. (2010). Will Monetary Policy Become More of a Science. In: Wieland V. (eds) The Science and Practice of Monetary Policy Today. Springer, Berlin, Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-642-02953-0_6
- Pistor, K. (2013). A Legal Theory Of Finance. Journal of Comparative Economics, 41(2),p.315-330. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.03.003>.
- Rafael Silva, Mario. (2019). Corporate Finance, Monetary Policy, And Aggregate Demand. Journal of Economic

- Dynamics and Control, Vol 12, pp. 1-28, <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2019.03.001>.
- Rousseau, P.L, & Yilmazkuday, H. (2009). Inflation, Financial Development, And Growth: A Trilateral Analysis. *Economic Systems*, (33)4, 310-324, <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2009.06.002>.
- Rubio, M., & Carrasco-Gallego, J. A. (2014). Macroprudential and monetary policies: Implications for financial stability and welfare. *Journal of Banking and Finance*, 49, 326–336. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.012>
- Samargandi, N., Fidrmuc, J., & Ghosh, S. (2015). Is the Relationship Between Financial Development and Economic Growth Monotonic? Evidence from a Sample of Middle-Income Countries. *World Development*, 68, p.66-81. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2014.11.010>
- Sahay, R., Čihák, M., N'diaye, P., & Barajas, A. (2015). Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *Revista de Economía Institucional*, 17(33), pp.73-107. <https://doi.org/10.18601/01245996.v17n33.04>.
- Shin, H. S. (2010). Financial intermediation and the post-crisis financial system. *BIS Working Papers*, 304. <https://www.bis.org/publ/work304.htm>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2010). Unstable banking. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 306–318. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.10.007>
- Thakor, Anjan. (2015). Lending Booms, Smart Bankers, and Financial Crises. *American Economic Review*, 105 (5): 305-09. <https://doi.org/10.1257/aer.p20151090>
- Tayssir, O., & Feryel, O. (2018). Does central banking promote financial development? *Borsa Istanbul Review*, 18(1), 52–75. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.09.001>
- Wagner, W. (2010). Diversification at financial institutions and systemic crises. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 373–386. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.07.002>
- World Bank. (2005). *Economic Growth in the 1990s Learning from a Decade of Reform*. World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/664481468315296721/Economic-growth-in-the-1990s-learning-from-a-decade-of-reform>
- World Bank. (2012). *Global Financial Development Report 2013: Rethinking the Role of the State in Finance*. World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9503-5>