

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Liberalisasi ekonomi Indonesia pada tahun 1967 dengan menerapkan sistem lalu lintas devisa bebas, telah mengarah kepada semakin terintegrasinya sistem keuangan Indonesia dengan keuangan dunia. Salah satu dampak dari perekonomian Indonesia yang kian terbuka ialah besarnya aliran modal asing yang bebas keluar dan masuk. Menurut Edwards (1999), terdapat tiga bentuk modal asing yang bergerak dalam lalu lintas modal internasional, yaitu investasi langsung (*foreign direct investment*), investasi portfolio (*portfolio investment*), dan aliran modal bentuk lain (*other types of flows*). Investasi langsung (*foreign direct investment*) merupakan bentuk investasi asing jangka panjang yang pada umumnya bergerak di sektor riil. Investasi portfolio (*portfolio investment*) merupakan investasi bersifat jangka pendek dan mempengaruhi pasar keuangan domestik dengan bentuk transaksi berupa ekuitas dan sekuritas h ang, sedangkan aliran modal bentuk lain meliputi kredit perdagangan dan pinjaman pemerintah. Bagi negara berkembang seperti Indonesia, masuknya aliran modal asing merupakan suatu sumber pembiayaan untuk investasi dan konsumsi, selain juga dapat memperkuat cadangan devisa negara.

Semakin pesatnya jumlah aliran modal asing ke negara berkembang belakangan ini, merupakan dampak dari adanya penghapusan terhadap pembatasan aliran modal serta berkembangnya teknologi informasi. Edwards (1999) meny akan bahwa besarnya aliran modal yang masuk akhir-akhir ini, terutama dalam bentuk portfolio, disebabkan oleh dua hal yakni semakin berkembangnya kondisi keuangan internasi dan menurunnya tingkat suku bunga Amerika Serikat. Pernyataan turunnya suku b nga di negara-negara industri

sebagai faktor pendorong aliran modal ke negara berkembang juga didukung oleh hasil penelitian Calvo dkk. (1993). Selain dipengaruhi oleh tingkat suku bunga, peluang diversifikasi resiko juga mempengaruhi pergerakan aliran modal (Meija, 1999).

Peningkatan aliran modal masuk juga disebabkan oleh faktor penarik, yang meliputi perbaikan kondisi iklim investasi, perbaikan kepercayaan untuk memperoleh kredit dan meningkatnya produktivitas ekonomi di negara berkembang (Meija, 1999). Menurut Agenor (2000) kondisi ekonomi yang stabil bersama-sama dengan terselenggaranya reformasi struktural, dan langkah penyesuaian fiskal merupakan faktor yang menentukan aliran modal asing untuk masuk ke negara berkembang.

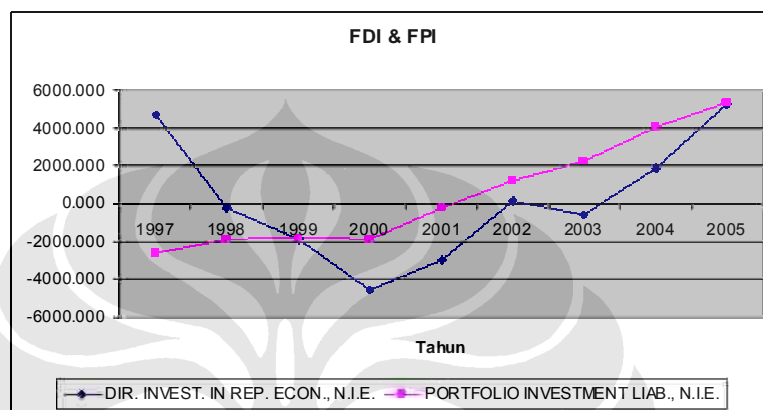
Aliran modal asing berkembang pesat di Indonesia sejak awal 1990an hingga 1997. Pada kurun waktu tersebut, aliran modal dalam bentuk PMA masih banyak mendominasi komposisi modal asing di Indonesia. Berkaitan dengan aliran modal ini, terdapat suatu fenomena baru yang muncul, yakni meningkatnya aliran modal portfolio asing, berbentuk obligasi, saham, ekuitas, dan instrumen jangka pendek lainnya. Terjadinya krisis pada tahun 1997 telah mengubah komponen aliran modal asing Indonesia. Jumlah aliran modal dalam bentuk portfolio mengalami peningkatan dibandingkan dengan aliran modal bentuk FDI. Surplus neraca transaksi modal dan finansial selama 2006 meningkat sebesar \$2,5 miliar dibandingkan \$0,3 miliar pada tahun sebelumnya. Berdasarkan komposisinya, selama 2006 aliran masuk dalam bentuk investasi portfolio masih cukup besar dalam struktur lalu lintas modal dan finansial.¹

Dapat dilihat pada grafik 1.1 di bawah, perkembangan komposisi aliran modal asing di Indonesia dari tahun 1997 hingga 2005. Semenjak tahun 1997 aliran modal dalam bentuk FDI mengalami penurunan, sedangkan investasi portfolio justru mengalami peningkatan jumlah. Pada tahun 2000, jumlah investasi langsung kembali mengalami

¹ Laporan Perekonomian Indonesia 2006. hal. 141.

peningkatan di Indonesia, namun pada saat itu juga investasi portfolio mengalami peningkatan jumlah melebihi jumlah FDI yang masuk ke Indonesia. Seperti terlihat pada grafik, komposisi aliran modal tersebut terus berlanjut hingga tahun 2005.

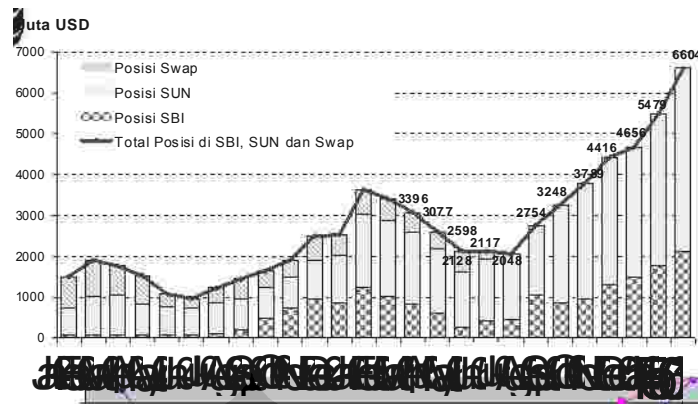
Grafik 1.1 FDI dan Portfolio Indonesia 1997-2005



Sumber: Bank Indonesia

Investasi portfolio yang masuk ke Indonesia ditanamkan dalam berbagai macam surat berharga, sebagian besar dalam bentuk SBI (Sertifikat Bank Indonesia) dan SUN (Surat Utang Negara), yang merupakan surat berharga pemerintah domestik, dan saham perusahaan swasta. Banyaknya investor asing yang turut menanamkan modalnya dalam bentuk SUN dikarenakan kecilnya tingkat resiko yang mungkin dihadapi. Terlebih lagi SUN, dengan resiko default yang kecil dan tingkat suku bunga pendapatan yang cukup tinggi, merupakan pilihan yang menarik bagi para investor asing. Dari grafik di bawah ini, dapat dilihat bahwa terjadi peningkatan posisi dana asing dalam instrumen Rupiah. Jumlah total posisi dana asing dalam bentuk SBI, SUN, dan swasta mengalami peningkatan yang cukup tajam semenjak akhir tahun 2005. Dari ketiga instrumen pemerintah Indonesia tersebut, digambarkan dalam grafik bahwa dana asing menempati porsi terbesar dalam bentuk SUN, dan diikuti dengan porsinya pada bentuk SBI.

Grafik 1.2 Swap, SUN, dan SBI



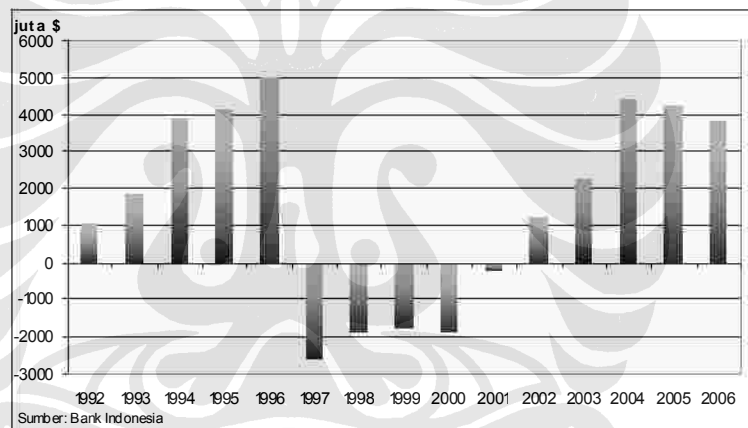
Sumber: Bank Indonesia

Masuknya aliran modal portfolio akan menambah likuiditas Indonesia untuk memenuhi kebutuhan keuangan domestik dan memperbesar pasar modal domestik. Namun, aliran modal portfolio sangat mudah untuk keluar masuk dari perekonomian karena sifatnya yang jangka pendek. Pergerakan dari aliran modal portfolio itu sendiri sangat rentan dipengaruhi oleh faktor-faktor ekonomi dan non-ekonomi baik dari dalam negeri maupun luar negeri. Menurut Meija (1999), konsekuensi moneter yang harus dihadapi dari terjadinya pergerakan aliran modal sangat bergantung dari rezim nilai tukar yang digunakan. Di bawah sistem nilai tukar mengambang, guncangan positif terhadap neraca finansial tidak akan mendorong perubahan pada cadangan devisa dan agregat moneter, tapi dapat menyebabkan apresiasi pada nilai tukar nominal yang akan mendorong defisit neraca berjalan. Pergerakan keluar masuknya aliran modal portfolio pun akan menimbulkan fluktuasi terhadap nilai tukar.

Pada bulan Agustus 1997, Bank Indonesia merubah rezim nilai tukar Indonesia dari sistem mengambang terkendali (*managed-floating exchange rates system*) menjadi sistem mengambang bebas (*free-floating exchange rates system*). Hal ini terkait dengan penarikan modal asing secara besar-besaran keluar dari Indonesia akibat kondisi internal Indonesia

yang sangat buruk pada saat itu. Grafik 3 di bawah menunjukkan perkembangan investasi portfolio asing di Indonesia. Terlihat bahwa krisis keuangan yang terjadi tahun 1997 merupakan guncangan yang besar terhadap perkembangan i vestasi portfolio di Indonesia. Pada saat itu terjadi aliran modal keluar (*capital outflow*) besar-besaran dari Indonesia, sehingga sebagaimana terlihat, jumlah aliran modal portfolio menjadi negatif. Namun setelah krisis, kondisi aliran modal mengalami perubahan yang signifikan. Setelah mengalami penurunan drastis saat krisis, semenjak tahu 2002 aliran modal portfolio kembali meningkat secara signifikan.

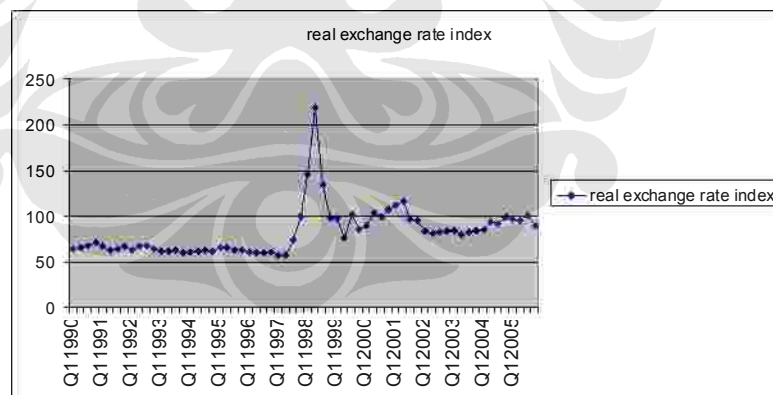
Grafik 1.3 Perkembangan investasi portfolio



Dengan berlakunya rezim nilai tukar mengambang bebas di Indonesia saat ini, adanya volatilitas pada keluar masuknya aliran modal portfolio ke Indonesia akan berpengaruh terhadap pergerakan nilai tukar Rupiah menjadi lebih fluktuatif. Menurut Edwards (2000) pada sistem nilai tukar mengambang bebas, *capital inflows* secara besar-besaran akan mendorong apresiasi nilai tukar nominal dan juga nilai tukar riil. Begitu pun menurut Calvo dkk. (1993) yang menyatakan bahwa aliran modal berkontribusi atas akumulasi cadangan devisa dan apresiasi nilai tukar riil.

Dapat dilihat pada grafik 1.4 di bawah ini, perubahan nilai *real exchange rates* di Indonesia yang menggambarkan kondisi pergerakan nilai tukar R h dari tahun 1991 hingga tahun 2004. Selama tahun 1991-1997, nilai tukar Rupiah menunjukkan pergerakan yang relatif stabil, hal ini berkaitan dengan digunak a sistem nilai tukar mengambang terkendali pada saat itu sehingga tidak ada fluktuasi berlebih pada nilai tukar Rupiah. Namun, kondisi panik saat krisis ekonomi 1997 telah menyebabkan aliran modal yang keluar secara mendadak dan dalam jumlah yang besar seperti terlihat pada Grafik 1.3 sebelumnya. Aliran modal portfolio secara neto yang keluar dari Indonesia berlangsung beberapa tahun sejak awal krisis tahun 1997. Sejalan d terjadinya aliran modal neto dan diterapkannya sistem nilai tukar mengambang, nilai tukar rupiah mengalami depresiasi yang sangat tajam seperti terlihat pada peningkatan indeks RER yang sangat tajam pada Grafik 1.4.

Grafik 1.4 RER Indonesia 1990-2005



sumber: IFS

Sejalan dengan berbagai langkah reformasi yang dilakuk Pemerintah Indonesia pasca krisis, antara lain di bidang ekonomi, hukum, politik dll, ko konomi Indonesia secara bertahap mulai pulih. Dengan perkembangan ini, aliran modal masuk portfolio juga

menunjukkan peningkatan kembali sejak tahun 2002. Peningkatan aliran modal masuk neto terus berlangsung hingga tahun 2005 (grafik 1.2 dan grafik 1.3). Akibatnya Rupiah mengalami tren yang menguat seperti ditunjukkan oleh peningkatan indeks RER. Namun perlu dikemukakan bahwa dalam periode penerapan sistem nilai tukar mengambang, nilai tukar dalam perkembangannya mengalami volatilitas yang lebih tinggi dibanding pada saat penerapan sistem nilai tukar mengambang terkendali. Claessens dkk. (1995) menyatakan bahwa volatilitas aliran modal dapat menimbulkan volatilitas pada nilai tukar. Hal ini sejalan dengan apa yang dialami oleh Indonesia dengan diterapkannya sistem nilai tukar mengambang bebas.

1.2 Perumusan masalah

Sistem ekonomi dunia yang terbuka dan semakin terintegrasi telah mendorong terjadinya pergerakan aliran modal antar negara. Hal ini pula yang memberikan kemudahan pergerakan aliran modal asing masuk ke dan keluar dari Indonesia. Bagi Indonesia, kemudahan aliran modal asing yang masuk, terutama yang bersifat jangka panjang, berguna bagi sumber pembiayaan sektor riil. Namun, kemudahan pergerakan aliran modal, terutama dalam bentuk portfolio dapat menimbulkan masalah dalam perekonomian. Adanya sifat jangka pendek pada aliran modal portfolio, membuatnya mudah untuk masuk dan keluar dengan cepat. Faktor-faktor ekonomi maupun non-ekonomi pun menjadi sangat berpengaruh terhadap kesinambungan aliran modal portfolio.

Hal ini menjadi sangat penting untuk dipertimbangkan, mengingat keluar masuknya aliran modal portfolio dapat menyebabkan gejolak pada nilai tukar. Ketidakstabilan aliran modal, terutama dalam bentuk portfolio, pada gilirannya dapat menimbulkan ketidakstabilan moneter dikarenakan volatilitas dalam nilai tukar. Perubahan

nilai tukar yang tajam dan tidak terduga akan sangat menyulitkan pelaku ekonomi dalam membuat perencanaan usahanya.

1.3 Pertanyaan penelitian

Atas dasar permasalahan yang telah dikemukakan di atas, penelitian dimaksudkan untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan sebagai berikut:

1. Berapa besar pengaruh faktor fundamental nilai tukar terhadap pergerakan nilai tukar Rupiah.
2. Berapa besar pengaruh aliran modal portfolio terhadap fluktuasi nilai tukar riil dan nilai tukar nominal Rupiah.
3. Apakah masuknya aliran modal portfolio menyebabkan apresiasi terhadap nilai tukar, seperti yang di ramalkan oleh model nilai tukar pada umumnya.
4. Berapa lama dampak aliran modal portfolio pada nilai tukar Rupiah tersebut bertahan.

1.4 Tujuan penelitian

Berdasarkan pertanyaan penelitian di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk:

1. Melihat besarnya pengaruh faktor fundamental nilai tukar terhadap pergerakan nilai tukar Rupiah.
2. Melihat besarnya pengaruh volatilitas aliran modal portfolio terhadap fluktuasi nilai tukar riil dan nilai tukar nominal Rupiah.
3. Melihat hubungan antara pergerakan aliran modal portfolio dengan fluktuasi nilai tukar Rupiah.
4. Melihat lamanya dampak aliran modal portfolio pada nilai tukar Rupiah bertahan.

1.5 Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian ini didasari oleh penelitian Edwards (2000) yang dilakukannya terhadap 8 negara di Amerika Latin, yaitu Argentina, Brasil, Chili, Colombia, Meksiko, Peru, Uruguay, dan Venezuela. Untuk melihat interaksi antara nilai tukar dan aliran modal, Edwards menggunakan model *vector autoregressive* dengan data triwulanan. Dari penelitiannya tersebut, diketahui bahwa terdapat 7 kasus yang menunjukkan bahwa aliran modal masuk mempengaruhi nilai tukar. Edwards (2000) juga menyatakan bahwa dalam sistem nilai tukar mengambang bebas, aliran modal masuk akan menyebabkan apresiasi terhadap nilai tukar nominal dan riil. Adapun penelitian Bacchetta dan Wincoop (2000) terhadap beberapa negara industri dan negara berkembang, yang menarik kesimpulan bahwa *capital inflows* dan *outflows* akan mendorong guncangan terhadap ekonomi negara berkembang, dan berdampak terhadap beberapa hal diantaranya; harga aset, aktivitas ekonomi, dan nilai tukar. Sedangkan studi oleh Athukorala dan Rajapatirana (2003) mendapatkan bahwa komposisi dari aliran modal asing mempengaruhi nilai tukar riil, dimana modal dalam bentuk portfolio lebih signifikan berpengaruh pada nilai tukar riil dibanding FDI.

Dari penelitian-penelitian sebelumnya, maka hipotesis awal dari penelitian ini adalah bahwa:

- Baik nilai tukar riil maupun nominal akan dipengaruhi oleh aliran modal portfolio secara dominan.
- Pergerakan aliran modal portfolio akan mempengaruhi fluktuasi nilai tukar Rupiah, baik riil maupun nominal.
- Aliran modal masuk akan mendorong apresiasi nilai tukar Rupiah, baik riil maupun nominal.

1.6 Metode Penelitian

1.6.1 Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini akan menggunakan data time series triwulanan Indonesia dari triwulan ketiga tahun 1997 hingga triwulan tiga tahun 2007. Variabel yang akan digunakan untuk melihat hubungan antara aliran modal portfolio dengan nilai tukar meliputi antara lain: log nilai tukar riil dan log nilai tukar nominal Rupiah, jumlah aliran modal portfolio, log PDB riil, tingkat pertumbuhan kredit domestik, *interest rate differential*, dan tingkat inflasi. Penggunaan data tersebut diperoleh berbagai sumber, yaitu dari *International Financial Statistics* (IFS), Bank Indonesia dan dari jurnal maupun penelitian terdahulu yang terkait.

1.6.2 Teknik Pengolahan Data

Untuk melihat adanya interaksi antara pergerakan aliran modal portfolio dan fluktuasi nilai tukar, pengolahan data akan dilakukan dengan metode analisis Vector Auto Regressive (VAR). VAR merupakan metodologi yang berguna dalam melakukan peramalan (*forecasting*). Metode yang akan digunakan dalam penelitian ini ialah dengan melihat *forecast error variance decomposition* (FEVD) dan *impulse response function* (IRF).

1.7 Sistematika Penulisan

Bab I: Pendahuluan

Bab ini terdiri dari latar belakang, perumusan masalah, pertanyaan penelitian, tujuan penelitian, hipotesis penelitian, metode penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II: Tinjauan Literatur

Penulis akan membahas mengenai teori-teori dan studi terdahulu yang mendasari penelitian ini. Penjelasan tersebut mencakup teori nilai tukar, *portfolio investment*, *monetary approach to exchange rates* dan teori paritas suku bunga. Bab ini juga akan dilengkapi dengan pembahasan hasil penelitian sebelumnya.

Bab III: Perkembangan aliran modal portfolio di Indonesia

Penulis akan memberikan gambaran perkembangan aliran modal portfolio yang meliputi jumlah dan komposisi keberadaannya di Indonesia.

Bab IV: Metodologi Penelitian

Bab ini meliputi desain penelitian, jenis data, metode pengumpulan data dan metode pengolahan data.

Bab V: Analisis dan Pembahasan

Pada bab ini, penulis memaparkan analisis hasil penelitian dan membahas hasil penelitian tersebut secara komprehensif.

Bab VI: Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan penutup yang memaparkan hasil kesimpulan dari penelitian beserta saran yang dapat diajukan berdasarkan hasil penelitian.