



Munich Personal RePEc Archive

# **The Implications of the Capital Inflows on Indonesian Economy**

Nizar, Muhammad Afdi

2007

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/65905/>  
MPRA Paper No. 65905, posted 04 Aug 2015 01:16 UTC

## **ALIRAN MODAL MASUK (CAPITAL INFLOWS) DAN IMPLIKASINYA BAGI PEREKONOMIAN INDONESIA**

*Oleh :*  
*Muhammad Afdi Nizar*<sup>1</sup>

### **Abstraksi**

Perkembangan aliran modal masuk neto (*net capital inflows*) menuju negara-negara *emerging economies* di kawasan Asia, baik pada masa sebelum krisis maupun setelah krisis turut mewarnai perkembangan aliran modal masuk neto ke Indonesia. Tulisan ini mencoba menganalisa perkembangan aliran modal masuk ke kawasan Asia dan dampaknya terhadap konfigurasi aliran modal masuk ke Indonesia dalam periode 1990 - 2006. Untuk memudahkan analisa, periode studi dikelompokkan menjadi tiga fase, yaitu (i) *fase pertama* (1990-1996), yang ditandai dengan aliran modal masuk yang cukup besar; (ii) *fase kedua* (1997-2003), yaitu fase pembalikan modal (*capital outflows* atau *capital reversal*); dan *fase ketiga* (2004-2006), yang ditandai dengan kembali masuknya modal ke Indonesia. Selain itu, tulisan ini juga menganalisa implikasi yang muncul akibat gelombang aliran modal masuk.

Berdasarkan hasil analisa yang dilakukan terlihat bahwa : (i) Aliran modal masuk dalam fase pertama dan ketiga membawa pengaruh yang positif terhadap perbaikan kinerja sejumlah indikator ekonomi makro, seperti investasi dan pertumbuhan ekonomi, neraca modal dan finansial, cadangan devisa, dan pasar modal domestik. Sebaliknya, pada fase kedua, pembalikan modal menyebabkan menurunnya kinerja indikator ekonomi makro tersebut. (ii) Aliran modal masuk berimplikasi negatif terhadap kinerja besaran moneter, yang ditandai dengan terjadinya ekspansi jumlah uang beredar yang berdampak *inflatoir*, dan sebaliknya pada saat terjadinya pembalikan modal. (iii) Aliran modal masuk menyebabkan terapresiasinya nilai tukar rupiah terhadap US dolar dan cenderung melemah (depresiasi) ketika terjadi pembalikan modal. (iv) Aliran modal yang bersifat temporer, seperti *portfolio investment* atau *hot money*, bertendensi menimbulkan tekanan volatilitas bagi perekonomian domestik, karena aliran modal ini sangat rentan terhadap gejolak siklikal atau *shocks*, yang terjadi di dalam dan luar negeri.

Dengan merujuk pada hasil studi ini, pemerintah perlu mendorong peningkatan aliran modal yang bersifat permanen (*foreign direct investment*, FDI), yang tidak dapat dengan mudah dan cepat keluar dari Indonesia apabila terjadi perubahan atau *shocks* yang bersifat siklikal. Selain itu, investasi dalam rangka FDI ini sangat dibutuhkan oleh Indonesia tidak saja untuk mendorong peningkatan pertumbuhan ekonomi, melainkan juga dapat membantu mengatasi masalah keterbatasan lapangan kerja, yang pada gilirannya dapat membantu mengatasi masalah pengangguran dan upaya pengentasan kemiskinan yang masih tinggi di dalam negeri.

Kata kunci : *capital flows, capital inflows, capital outflows, foreign direct investment, portfolio investment, current accounts, capital accounts, pembalikan modal, depresiasi, apresiasi.*

---

<sup>1</sup> Kepala Sub Bidang Neraca Pembayaran, Bidang Analisis Ekonomi Makro, Pusat Kebijakan Ekonomi dan Keuangan, Badan Kebijakan Fiskal, Departemen Keuangan.

## **I. Pendahuluan**

### **1.1. Latar Belakang**

Sejalan dengan perkembangan ekonomi internasional yang semakin terkait dan adanya interdependensi antara negara, arus perdagangan barang juga mengalami perkembangan yang semakin pesat. Perkembangan ini juga dibarengi dengan semakin terintegrasinya pasar keuangan global, yang ditandai dengan semakin cepatnya pergerakan uang dan modal ke berbagai negara. Pergerakan modal terutama terjadi dari negara-negara yang relatif kaya modal – umumnya negara-negara maju – ke negara-negara yang relatif miskin (kekurangan) modal, biasanya negara-negara berkembang (NSB).

Pada paruh pertama dasawarsa 1990-an, NSB menerima gelombang aliran modal masuk yang *massive*. Dalam periode 1990 – 1996, akumulasi aliran modal yang masuk neto (*net capital inflows*) ke NSB mencapai US\$1.039,8 miliar atau rata-rata sebesar US\$148,5 miliar per tahun. Sedikitnya ada tiga faktor utama yang mendorong *massive*-nya pergerakan modal ke negara-negara berkembang dalam periode tersebut<sup>2</sup>, yaitu : *Pertama*, pertumbuhan ekonomi yang relatif tinggi di negara-negara berkembang, yang mengindikasikan adanya potensi permintaan pasar atas produk-produk yang dihasilkan. *Kedua*, suku bunga di negara-negara berkembang yang relatif lebih tinggi dibandingkan di negara-negara maju, sehingga mendorong para investor global yang mencari *return* yang lebih tinggi untuk mengalihkan modalnya ke negara-negara berkembang. *Ketiga*, pesatnya aliran modal juga sebagai upaya untuk melakukan diversifikasi risiko oleh para investor. Hal tersebut dilakukan dalam rangka menghadapi ketidakpastian dari adanya gejolak ekonomi, sosial dan politik di berbagai negara, sehingga para investor dapat terhindar atau meminimalkan risiko dalam menginvestasikan dananya.

Namun demikian, krisis ekonomi yang menimpa sejumlah NSB sejak paruh kedua dasawarsa 1990-an hingga awal dasawarsa 2000-an telah memengaruhi konfigurasi aliran modal ke NSB. Secara neto aliran modal masuk yang berhasil diakumulasikan NSB dalam periode 1997 – 2003 mengalami penurunan yang cukup tajam menjadi US\$745,9 miliar (rata-rata sekitar US\$106,6 miliar per tahun), atau 28,3% lebih rendah dibandingkan akumulasi aliran modal masuk neto dalam periode 1990 – 1996. Penurunan ini didorong oleh adanya pembalikan modal (*capital outflows* atau *capital reversal*), terutama dalam bentuk investasi potfolio dan investasi lainnya. Pembalikan modal, khususnya investasi potfolio ini masih terus berlanjut hingga akhir tahun 2006, sehingga secara kumulatif aliran modal masuk ke NSB dalam

---

<sup>2</sup> World Bank, (1997), *“Private Capital Flows to Developing Countries : The Road to Financial Integration”*, World Bank Policy Research Report, Oxford University Press, Washington, USA, p.13.

periode 2004 - 2006 tetap jauh lebih rendah dibandingkan periode sebelum terjadinya krisis ekonomi.

Pergerakan modal masuk ke NSB yang cenderung menaik dalam periode sebelum krisis dan mengalami penurunan dalam periode setelah krisis diperkirakan juga berpengaruh terhadap konfigurasi aliran modal masuk neto ke Indonesia. Secara kumulatif, dalam periode sebelum krisis (tahun 1990 - 1996) aliran modal masuk neto ke Indonesia mencapai US\$46,9 miliar atau sekitar 3,7% dari PDB. Namun dengan terjadinya krisis ekonomi, dalam periode 1997-2003 terjadi pembalikan aliran modal (*capital outflows*) hingga mencapai US\$33,8 miliar atau sekitar 2,7% dari PDB. Aliran modal masuk neto kembali menunjukkan peningkatan hingga mencapai US\$5,1 miliar atau sekitar 0,6% dari PDB dalam tahun 2004 - 2006.

Bagi negara-negara berkembang, yang umumnya mengalami *saving-investment gap*, pesatnya pergerakan modal masuk seringkali dianggap sebagai keuntungan (*beneficial*). Karena aliran modal masuk dapat dijadikan sebagai sumber pembiayaan investasi dan untuk mempromosikan pertumbuhan ekonomi, pengembangan teknologi baru atau proses alih teknologi, manajemen dan keahlian bisnis yang *sophisticated*, perbaikan alokasi sumber-sumber dan penguatan pasar keuangan di dalam negeri. Hanya saja, berbagai manfaat dan implikasi positif yang menyertai gelombang aliran modal masuk tersebut, seringkali dibarengi pula dengan konsekuensi ekonomi makro yang kurang menguntungkan. Hal ini antara lain diindikasikan oleh nilai tukar riel mata uang domestik yang cenderung menguat (apresiasi), ekspansi moneter yang cepat, tekanan inflasi, dan memperlebar defisit transaksi berjalan dalam neraca pembayaran negara-negara penerima (*receiver*)<sup>3</sup>. Artinya, gelombang aliran modal masuk telah mendatangkan dilema dan *trade-off* bagi kebijakan ekonomi, khususnya di negara-negara penerima. Dengan merujuk pada pengalaman NSB tersebut, aliran modal masuk neto ke Indonesia diperkirakan juga akan membawa implikasi yang tidak jauh berbeda. Artinya, aliran modal masuk tersebut selain memberikan berbagai manfaat bagi perbaikan kinerja ekonomi makro juga berimplikasi negatif terhadap sejumlah indikator ekonomi makro.

## **1.2. Tujuan Penelitian**

Secara umum, penelitian ini bertujuan untuk membandingkan konfigurasi dan perkembangan aliran modal masuk ke Indonesia sebelum dan setelah terjadinya krisis ekonomi. Perbandingan ini dilakukan dengan memperhatikan beberapa aspek, yaitu :

---

<sup>3</sup> Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, dan Carmen M. Reinhart (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10 (2), Spring 1996, hal. 123-139.

1. perkembangan aliran modal masuk dan keluar (*net capital inflows*), baik sebelum maupun setelah krisis ekonomi; dan
2. implikasi aliran modal masuk terhadap besaran-besaran ekonomi makro, baik sebelum maupun setelah krisis ekonomi.

### **1.3. Metodologi Penelitian**

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis deskriptif dengan pendekatan *before and after analysis*, yaitu dengan membandingkan konfigurasi dan perkembangan aliran modal masuk ke Indonesia dalam periode sebelum dan periode setelah terjadinya krisis ekonomi. Untuk memperoleh hasil perbandingan yang komprehensif atas perkembangan aliran modal masuk neto (*net capital inflows*) ke Indonesia, periode studi ini dikelompokkan menjadi tiga fase utama, yaitu : (i) fase pertama, periode 1990-1996; (ii) fase kedua, periode 1997 - 2003; dan (iii) fase ketiga, periode 2004 - 2006. Selain itu, perbandingan juga dilakukan terhadap sejumlah besaran atau indikator ekonomi makro yang diduga terpengaruh oleh adanya aliran modal masuk dan keluar.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data sekunder, yaitu sebagai berikut :

1. aliran modal masuk (*capital inflows*) dan keluar (*capital outflows*) baik sektor swasta maupun pemerintah, posisi neraca modal dan finansial (*capital and financial accounts*) dan neraca transaksi berjalan (*current accounts*), serta posisi cadangan devisa (*foreign reserves*) menggunakan data yang ada dalam neraca pembayaran Indonesia yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia dan *International Monetary Fund* (IMF);
2. perkembangan kredit dan jumlah uang beredar publikasi Bank Indonesia;
3. perkembangan nilai tukar rupiah publikasi Bank Indonesia;
4. produk domestik bruto (PDB), Investasi (pembentukan modal tetap bruto, PMTB), dan inflasi publikasi Badan Pusat Statistik dan untuk data PDB yang dikonversi dalam US dolar digunakan data publikasi IMF; dan
5. perkembangan kapitalisasi pasar modal, indeks harga saham gabungan (IHSG), dan posisi *net buying* saham. Data bersumber dari publikasi Bursa Efek Jakarta dan Departemen Keuangan serta dari *Bloomberg*.

## **II. Tinjauan Teoritis**

### **2.1. Aliran Modal Masuk**

Dalam beberapa literatur, aliran modal masuk (*capital inflows*) biasanya diartikan sama dengan investasi. Namun ada juga yang mendefinisikannya sebagai perubahan neto hutang (*indebtedness*) internasional sektor publik dan sektor swasta dalam suatu periode waktu tertentu, yang direfleksikan melalui perubahan posisi neraca modal dan finansial (*capital and financial accounts*)

dalam neraca pembayaran (*balance of payment*)<sup>4</sup>. Apabila transaksi neraca modal dalam neraca pembayaran suatu negara menunjukkan posisi surplus berarti terjadi aliran modal masuk neto (*net capital inflow*) ke negara tersebut. Aliran modal masuk cenderung menambah cadangan devisa sehingga memperbaiki kinerja neraca pembayaran. Peningkatan cadangan devisa menyebabkan nilai tukar mata uang negara penerima mengalami penguatan (apresiasi). Sebaliknya, defisit transaksi modal menunjukkan terjadinya aliran modal bersih ke luar negeri (*net capital outflows*). Apabila hal ini terjadi, aliran cadangan devisa ke luar negeri meningkat yang selanjutnya akan memperburuk neraca pembayaran dan diikuti dengan terdepresiasi nilai tukar mata uang negara itu.

Aliran modal masuk pada dasarnya dapat dibedakan atas aliran modal masuk swasta (*private capital inflows*) dan aliran modal masuk sektor publik (*official capital inflows*). Aliran modal swasta terdiri atas investasi atau penanaman modal asing langsung (*foreign direct investment, FDI*), investasi portofolio (*portfolio investment*), dan aliran modal (investasi) lainnya. Sedangkan aliran modal sektor publik diantaranya meliputi pinjaman luar negeri pemerintah, baik pinjaman bilateral (*government-to-government*), maupun pinjaman multilateral yang bersumber dari lembaga keuangan internasional.

Investasi asing langsung (FDI) meliputi investasi dalam aset-aset riil berupa pembangunan pabrik, pengadaan berbagai macam barang modal, pembelian tanah untuk keperluan produksi, pembelanjaan berbagai peralatan inventaris, dan sebagainya. Dalam konteks internasional, investasi langsung umumnya dilakukan oleh perusahaan-perusahaan multinasional (*multinational corporations, MNCs*) yang bergerak dalam bidang industri manufaktur (pengolahan), penggalan sumber daya alam, atau dalam bisnis jasa-jasa. Investasi langsung merupakan saluran utama perpindahan modal swasta internasional. Investasi portofolio hanya melibatkan aset-aset finansial saja, seperti obligasi dan saham yang didenominasi dalam mata uang internasional. Sementara itu, investasi lainnya meliputi kredit perdagangan, pinjaman sektor perbankan dan pinjaman korporasi.

## **2.2. Pemicu Aliran Modal Masuk**

Gelombang aliran modal masuk pada dasarnya distimulus oleh dua faktor penting<sup>5</sup>. *Pertama*, faktor-faktor yang bersumber dari kekuatan atau

---

<sup>4</sup> Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo., and Reinhart, Carmen M., (1993), "*The Capital Inflows Problem : Concepts and Issues*", IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 10, July, International Monetary Fund, Washington DC, p. 2.

<sup>5</sup> Steiner, Roberto, (1995), "*Capital Inflows in Latin America : Causes, Consequences, and Policy Options*", in Andre Lara Resende, *Policies for Growth : The Latin American Experience*, Proceedings of

dinamika eksternal, atau yang lebih dikenal dengan *push factors*, misalnya tingkat bunga yang lebih rendah---yang sekaligus merefleksikan rendahnya *rates of return* atas investasi---di negara-negara industri. Akibatnya, modal/investasi akan bergerak menuju negara-negara yang menawarkan tingkat bunga (peluang profit) yang lebih tinggi. Selain itu, aliran modal masuk bisa juga distimulus oleh perubahan regulasi/aturan yang memberikan insentif bagi diversifikasi investasi portfolio di pusat-pusat keuangan internasional. *Kedua*, faktor-faktor internal atau *pull factors*, terutama yang berkaitan dengan pengaruh kebijakan domestik, diantaranya keberhasilan dalam melakukan program stabilisasi inflasi, program reformasi yang berorientasi pasar yang meliputi liberalisasi pasar modal dan perdagangan, dan kebijakan-kebijakan kelembagaan yang menyebabkan peningkatan yang *credible* dalam *rates of return* investasi.

Berdasarkan kedua faktor pemicu tersebut, aliran modal masuk dapat diidentifikasi menurut durabilitasnya, yaitu aliran modal yang masuk bersifat temporer atau jangka pendek (*temporary capital inflows*) dan aliran modal masuk yang bersifat permanen atau jangka panjang (*permanent capital inflows*). Karakteristik aliran modal masuk yang dimaksud, dapat dilihat dalam matrik berikut:

**Matrik Karakteristik Aliran Modal Masuk**

Durabilitas	Penentu Utama	
	<i>Pull Factors</i>	<i>Push Factors</i>
Temporer	1	2
Permanen	3	4

Sumber : Roberto Steiner, (1995).

Aliran modal masuk dikatakan bersifat temporer, apabila *pull factors* yang menjadi pemicunya adalah faktor-faktor yang bersifat spekulatif (*opsi 1*), atau apabila distimulus oleh *push factors* yang muncul akibat pergerakan siklikal dalam tingkat bunga eksternal, sehingga memengaruhi *rates of return* atas investasi (*opsi 2*). Sebaliknya, aliran modal masuk akan bersifat permanen (*opsi 3*) apabila distimulus oleh *pull factors* yang bersumber dari kebijakan domestik yang *credible* dan *sustainable*, atau dipengaruhi oleh *push factors* yang ditunjukkan oleh iklim investasi eksternal yang tidak kondusif, sebagai akibat kebijakan-kebijakan yang restriktif (*unsustainable*), seperti yang terlihat pada *opsi 4*. Namun opsi 4 ini masih mengandung kontroversi terutama karena dengan membaiknya

a Conference held in Mangaratiba, Rio de Janeiro, Brazil, March 1994, International Monetary Fund, Washington DC, pp. 87 - 91.

peluang investasi eksternal, katakanlah akibat reformasi atau pemulihan ekonomi, pada akhirnya cenderung menyebabkan Bergeraknya modal ke luar negeri (*capital outflows*).

### 2.3. Manfaat Aliran Modal Masuk

Aliran modal yang melintasi batas negara (*across national borders*) memberikan peluang untuk mencari keuntungan (*rate of return*) yang paling tinggi. Selain itu, aliran modal yang tidak dibatasi juga memberikan beberapa keuntungan lain, yaitu<sup>6</sup> : *Pertama*, mengurangi risiko yang dihadapi oleh pemilik modal melalui diversifikasi pinjaman dan investasi; *Kedua*, integrasi pasar modal internasional memberikan kontribusi bagi penyebaran praktek tata kelola terbaik, aturan akuntansi dan aturan-aturan hukum; dan *Ketiga*, mobilitas modal global membatasi ruang bagi pemerintah untuk menempuh kebijakan-kebijakan yang buruk dan tidak pro-pasar (*market friendly*).

Sementara itu, menurut Calvo, Leiderman, dan Reinhart (1996), dengan merujuk pada bukti empiris pengalaman negara-negara berkembang<sup>7</sup>, aliran modal internasional juga bisa membiayai investasi dan menstimulus pertumbuhan ekonomi, membantu meningkatkan standar hidup dan kemakmuran di negara penerima karena meratanya (*smooth out*) konsumsi rumah tangga, serta membantu negara-negara maju dalam melakukan diversifikasi portfolio internasional yang lebih baik.

Pendapat senada dikemukakan oleh Williamson (1995)<sup>8</sup>, yang menyatakan bahwa aliran modal selain membantu mendorong investasi ke tingkat yang lebih optimal, juga memungkinkan tabungan di masing-masing negara (*home dan host country*) didistribusikan dengan cara-cara yang lebih bermanfaat, serta menyebabkan terbukanya sistem keuangan domestik terhadap kompetisi internasional yang lebih ketat. Aliran modal yang bebas melewati batas negara membuka peluang bagi perusahaan-perusahaan untuk beroperasi di luar negeri, sehingga memungkinkan berlangsungnya proses transmisi teknologi dan *intellectual property*.

Disamping berbagai keuntungan tersebut, yang secara umum berlaku untuk semua jenis aliran modal swasta, ada beberapa manfaat yang dapat dinikmati oleh negara-negara penerima, khususnya dari aliran modal masuk dalam bentuk FDI (Feldstein, 2000; Razin and Sadka, 2001)<sup>9</sup>, yaitu :

---

<sup>6</sup> Loungani, [Prakash. and Razin](#), Assaf., (2001), "How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?" Finance & Development, [Volume 38, Number 2, June](#).

<sup>7</sup> Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo., and Reinhart, Carmen M., (1996), *op.cit.*, hal. 123-39

<sup>8</sup> Williamson, John. (1995), "Public Policy Towards International Capital Flows", United Nations, Department for Economic and Social Information and Policy Analysis, Background Paper, No. 2, Juli 1995.

<sup>9</sup> Loungani, [Prakash. and Razin](#), Assaf., (2001), *op.cit.*

1. FDI membuka peluang terjadinya transfer teknologi, terutama dalam bentuk varitas baru input modal, yang tidak bisa dicapai melalui investasi keuangan atau dalam perdagangan barang dan jasa-jasa;
2. FDI juga dapat mempromosikan kompetisi di pasar input domestik;
3. Negara penerima FDI seringkali memperoleh manfaat berupa pelatihan tenaga kerja dalam menjalankan bisnis baru, yang memberikan kontribusi terhadap pengembangan sumber daya manusia di negara penerima; dan
4. Keuntungan yang dihasilkan oleh FDI memberikan kontribusi terhadap penerimaan pajak korporasi di negara penerima.

#### **2.4. Dampak Negatif Aliran Modal Masuk**

Berdasarkan pengalaman negara-negara berkembang, aliran modal masuk selain memberikan manfaat juga membawa dampak negatif bagi kinerja besaran-besaran ekonomi makro di negara penerima, antara lain<sup>10</sup> :

1. memburuknya defisit transaksi berjalan dalam neraca pembayaran negara penerima, sebagai konsekuensi dari kewajiban pembayaran jasa-jasa atas penggunaan modal asing, seperti bunga utang luar negeri dan repatriasi keuntungan perusahaan asing yang beroperasi di negara itu. Karena itu, dapat dikatakan bahwa aliran modal masuk di satu sisi mengakomodasikan kepentingan transaksi berjalan untuk menutup defisit (*deficit filling*) melalui neraca modal, sementara di sisi lain memengaruhi defisit transaksi berjalan (*deficit making*);
2. berakselerasinya pertumbuhan jumlah uang beredar, karena melalui proses *multiplier* menyebabkan berekspansinya uang inti (*high-powered money*), baik dalam bentuk cadangan maupun dalam kredit perbankan. Hal ini pada gilirannya menimbulkan tekanan inflasi (*pull demand inflation*) di negara penerima; dan
3. berapresiasinya nilai tukar mata uang negara penerima, terutama terhadap US Dollar. Respon nilai tukar riel terhadap pergerakan modal masuk ini sangat ditentukan oleh komposisi permintaan agregat di negara penerima, diantaranya investasi dan konsumsi sektor publik. Semakin kontraktif konsumsi sektor publik pada saat modal mengalir masuk ke negara itu, maka nilai tukar akan berapresiasi, *vice versa, ceteris paribus*.

### **III. Hasil Temuan dan Analisis**

#### **3.1. Potret Aliran Modal ke Negara *Emerging Economies***

Dalam paruh pertama dasawarsa 1990-an, negara-negara *emerging economies* di kawasan Asia menerima limpahan aliran modal masuk yang *massive*. Selama periode tahun 1990-1996, negara-negara *emerging economies* Asia berhasil mengakumulasikan modal masuk neto hingga mencapai

---

<sup>10</sup> Lihat misalnya, Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo., and Reinhart, Carmen M., (1993 dan 1996), *op.cit.*

US\$417,4 miliar (rata-rata US\$59,6 miliar per tahun), atau sekitar 40,1% dari akumulasi modal masuk neto ke negara berkembang (NSB) secara keseluruhan yang mencapai US\$1.039,8 miliar. Dari jumlah akumulasi modal masuk neto sebesar US\$417,4 miliar, lebih dari 92% diantaranya merupakan aliran modal masuk swasta dan sisanya adalah aliran modal masuk sektor publik, diantaranya berupa pinjaman luar negeri pemerintah.

Proporsi aliran modal masuk swasta yang sangat besar ini terutama bersumber dari investasi asing langsung (FDI) yang menunjukkan tendensi yang terus meningkat. Secara kumulatif, aliran FDI ke negara-negara *emerging economies* Asia dalam periode tersebut mencapai US\$220,3 miliar (rata-rata US\$31,5 miliar per tahun). Tendensi peningkatan ini disebabkan oleh beberapa faktor yang bersifat struktural. *Pertama*, atmosfer investasi di negara-negara *emerging economies* Asia yang semakin atraktif, menyusul reformasi ekonomi yang bersifat struktural dan berorientasi pasar. *Kedua*, strategi globalisasi MNCs menyusul cepatnya liberalisasi produksi dan meluapnya perdagangan dunia, sehingga mempertajam kompetisi dalam skala mondial. Keadaan ini mendorong MNCs untuk melakukan investasi di luar negeri. *Ketiga*, meningkatnya integrasi antar kawasan (regional) dan berkembangnya kawasan perdagangan, baik antara negara-negara industri dengan negara-negara berkembang (seperti APEC) maupun antar sesama negara berkembang (seperti AFTA) dalam kancah perdagangan dunia. Terbukanya pasar regional yang lebih besar memungkinkan pergerakan modal, utamanya investasi langsung (FDI) antar negara dalam kawasan yang sama. *Keempat*, program privatisasi BUMN yang dilakukan negara-negara tersebut setidaknya telah berkembang menjadi saluran yang mantap (*steady*) bagi FDI.

Kecenderungan yang sama juga terjadi pada aliran modal masuk neto dalam bentuk investasi portfolio dan investasi lainnya. Hal ini terutama dipicu oleh resesi ekonomi yang terjadi di sejumlah negara OECD (seperti Jepang, Amerika Serikat, dan sejumlah negara Eropa), *currency realignment* terutama nilai tukar Yen terhadap US Dollar, yang cenderung menguat (*yendaka*) sejak akhir dasawarsa 1980-an, dan terjadinya *booming* harga-harga asset di negara-negara industri utama. Selain itu, munculnya trend menuju diversifikasi risiko dan investasi di pusat-pusat keuangan internasional, semakin terintegrasinya pasar modal dunia, dan terjadinya perubahan aturan bagi perusahaan asing untuk menempatkan ekuitas dan obligasi mereka dalam kondisi yang lebih menarik bagi investor, khususnya di Amerika Serikat dan Eropa, juga telah merangsang meningkatnya dana-dana yang dikelola oleh perusahaan asuransi dan reksadana (*mutual funds*) untuk bergerak masuk menuju *emerging economies*. Secara kumulatif, investasi portfolio yang berhasil diserap negara-negara *emerging economies* Asia periode tahun 1990-1996 mencapai US\$120,6 miliar

(rata-rata US\$17,2 miliar per tahun), sedangkan investasi lainnya mencapai US\$72,8 miliar atau rata-rata US\$10,3 miliar per tahun.

**Tabel 1.**  
**Perkembangan Aliran Modal Masuk ke Negara Berkembang dan *Emerging Economies*, 1990 - 2006**

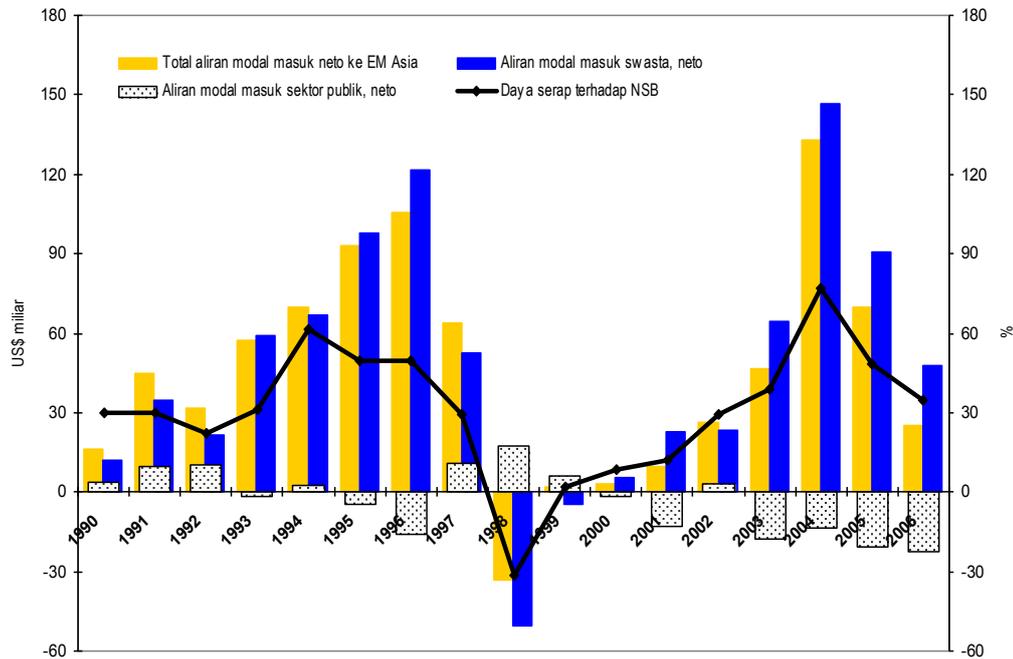
URAIAN	Rata-rata per tahun (US\$ miliar)		
	1990 - 1996	1997 - 2003	2004 - 2006
<b>Negara Berkembang &amp; <i>Emerging Economies</i></b>			
<b>Total aliran modal masuk</b>	<b>148,54</b>	<b>106,55</b>	<b>130,16</b>
Aliran Modal Swasta, neto	136,86	109,54	243,70
FDI	62,41	166,88	232,89
Portfolio	63,26	-1,76	-35,61
Investasi lainnya	11,19	-55,58	46,41
Aliran Modal Publik, neto	11,67	-2,99	-113,53
<b>Emerging Asia</b>			
<b>Total aliran modal masuk</b>	<b>59,63</b>	<b>16,95</b>	<b>76,18</b>
Aliran Modal Swasta, neto	59,09	16,27	95,14
FDI	31,47	60,57	88,49
Portfolio	17,22	-1,81	-35,52
Investasi lainnya	10,39	-42,49	42,18
Aliran Modal Publik, neto	0,54	0,68	-18,96

Sumber : *World Economic Outlook, IMF, 2007 (diolah)*

Namun dengan terjadinya krisis ekonomi di sejumlah negara Asia pada tahun 1997, aliran modal masuk ke negara-negara *emerging economies* Asia mengalami kemerosotan yang sangat tajam. Secara kumulatif dalam fase ini (1997 - 2003), aliran modal masuk neto mencapai US\$118,7 miliar atau turun sekitar 71,6% dibandingkan fase pertama (1990-1996). Kemerosotan terbesar terjadi pada aliran modal (investasi) lainnya, yaitu sekitar 508,8% akibat adanya pembalikan modal (*capital outflows*) yang sangat besar. Kemudian diikuti oleh investasi portfolio dengan penurunan sekitar 110,5%. Secara kumulatif dalam fase ini pembalikan investasi portfolio dan modal lainnya masing-masing mencapai US\$12,7 miliar (rata-rata US\$1,8 miliar per tahun) dan US\$297,4 miliar atau rata-rata US\$42,5 miliar per tahun (**Tabel 1**). Kenyataan terjadinya pembalikan modal ini sangat mudah dipahami mengingat kedua bentuk investasi tersebut bersifat temporer (jangka pendek), sehingga sangat rentan terhadap *shocks* yang terjadi baik di negara-negara penerimanya maupun di luar negeri. Terlebih lagi, investasi portfolio yang sangat *volatile* terhadap faktor-

faktor siklikal, *contagion effects*, dan perubahan (dalam jangka pendek) sentimen investor.

**Grafik 1.**  
**Aliran Modal Masuk (neto) dan Daya Serap *Emerging Economies* Asia, 1990 - 2006**



Kinerja yang agak paradoks dalam fase kedua justru ditunjukkan oleh aliran modal FDI dan aliran modal sektor publik. Secara kumulatif dalam fase ini, FDI meningkat sekitar 92,4% dibandingkan fase pertama, walaupun pada waktu itu terjadi krisis ekonomi di sejumlah negara di kawasan Asia<sup>11</sup>. Hal ini terkait dengan karakteristik FDI yang bersifat permanen (jangka panjang), sehingga tidak dapat dengan mudah dan cepat keluar dari negara penerimanya ketika ada sinyal terjadinya krisis di negara itu<sup>12</sup>. Sementara itu, aliran modal sektor publik dalam fase kedua meningkat sekitar 26,9%, terutama akibat terjadinya peningkatan pinjaman luar negeri pemerintah dalam rangka mendukung program reformasi dan stabilisasi ekonomi. Fenomena ini terjadi hampir di semua negara berkembang yang pernah menghadapi tekanan krisis, misalnya Meksiko pada penghujung tahun 1994<sup>13</sup>.

Dalam fase ketiga (tahun 2004 - 2006), potret aliran modal masuk neto ke negara-negara *emerging economies* Asia kembali menunjukkan trend yang

<sup>11</sup> Penurunan aliran masuk FDI hanya terjadi pada tahun 1998, yaitu sekitar 0,8% lebih rendah dibandingkan tahun 1997.

<sup>12</sup> Loungani, [Prakash. and Razin](#), Assaf., (2001), *op.cit.*

<sup>13</sup> Vittorio Corbo & Leonardo Hernandez, "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows from Recent Latin American and East Asian Experience", World Bank Research Observer, Volume 11, Number 1, February 1996.

menaik. Secara kumulatif, aliran modal masuk neto dalam fase ini meningkat menjadi US\$228,6 miliar (rata-rata US\$76,2 miliar per tahun) atau tumbuh sekitar 92,6% dibandingkan fase kedua. Peningkatan ini juga merefleksikan tingkat daya serap (*absorptive capacity*) negara-negara Asia terhadap aliran modal masuk ke NSB secara keseluruhan (lihat Grafik 1). Aliran modal masuk swasta neto masih tetap dominan, yaitu sekitar 124,9% dari total aliran modal masuk neto, terutama karena aliran modal masuk sektor publik menunjukkan terjadinya pembalikan modal yang jauh lebih besar dibandingkan dua fase sebelumnya. Pertumbuhan aliran modal swasta neto yang tinggi ini terutama ditopang oleh aliran modal FDI dan investasi lainnya, sementara aliran modal portfolio menunjukkan adanya *capital outflows*.

### **3.2. Konfigurasi Aliran Modal Masuk ke Indonesia**

Perkembangan aliran modal masuk neto ke negara-negara *emerging economies* Asia dalam ketiga fase turut memengaruhi *magnitude* dan struktur (komposisi) aliran modal masuk neto ke Indonesia. Dalam fase pertama, dengan *magnitude* aliran modal masuk neto yang terus menaik menuju negara-negara *emerging economies* Asia, aliran modal masuk neto ke Indonesia juga menunjukkan peningkatan. Bila dalam tahun 1990 jumlah modal masuk neto hanya mencapai US\$ 4,5 miliar atau sekitar 3,6% dari PDB, dalam tahun 1996 meningkat menjadi US\$10,9 miliar atau sekitar 4,3% dari PDB. Dalam fase tersebut Indonesia berhasil mengakumulasi modal masuk neto sebesar US\$46,9 miliar (rata-rata sebesar US\$6,7 miliar) atau sekitar 3,7% dari PDB.

Dalam fase kedua terjadi pembalikan aliran modal (*capital outflows*) hingga mencapai US\$33,8 miliar (rata-rata US\$4,8 miliar per tahun) atau sekitar 2,7% dari PDB, menyusul terjadinya krisis multidimensi di Indonesia sejak pertengahan tahun 1997. Puncak pembalikan modal terjadi pada tahun 1998, yang mencapai US\$9,6 miliar atau sekitar 9,1% dari PDB. Namun dalam fase ketiga aliran modal masuk neto kembali mengalami peningkatan menjadi US\$5,1 miliar (rata-rata US\$1,7 miliar per tahun) atau sekitar 0,6% dari PDB.

Sementara itu, ditinjau dari komposisi aliran modal yang masuk ke Indonesia, selama periode studi terlihat mengalami perubahan yang bersifat struktural. Bila dalam fase pertama, aliran modal masuk lebih didominasi oleh modal swasta, yang mencapai 94,3% dari total aliran modal masuk, dalam fase kedua dan ketiga aliran modal masuk yang dominan adalah dari sektor publik. Lebih dominannya aliran modal swasta yang masuk ke Indonesia pada fase pertama distimulus oleh dua faktor utama<sup>14</sup>, yaitu : *Pertama*, faktor-

---

<sup>14</sup> Nizar, Muhammad Afdi, (1996), "Fenomena Aliran Modal Masuk (Capital Inflows) dalam Perekonomian Indonesia", *Business News*, 9 Desember 1996

faktor yang bersumber dari dinamika ekonomi eksternal (*push factors*), diantaranya terjadinya resesi ekonomi di sejumlah negara maju (seperti Jepang dan Amerika), kekurangan tenaga kerja (*labor shortage*) di Eropa dan Jepang, serta perilaku nilai tukar Yen terhadap US dolar (*currency realignment*) yang berapresiasi (*yendaka*) sehingga investor Jepang melakukan relokasi investasi ke lokasi-lokasi yang *labor intensive* dan dengan ongkos produksi yang lebih rendah, seperti ke Indonesia. Disamping itu, krisis Meksiko dipenghujung tahun 1994 yang memicu terjadinya pelarian modal ke negara-negara *emerging economies*, juga turut mendorong peningkatan aliran modal swasta masuk ke Indonesia. **Kedua**, faktor-faktor yang bersumber dari kekuatan ekonomi internal (*pull factors*), diantaranya meningkatnya kebutuhan (*demand*) atas sumber pembiayaan eksternal (*external resources*) karena di dalam negeri terjadi *saving-investment gap*. Selain itu, terbukanya peluang investasi yang lebih besar di dalam negeri menyusul pertumbuhan ekonomi yang cepat seiring dengan liberalisasi ekonomi dan reformasi sektor keuangan<sup>15</sup>, juga telah menstimulus pergerakan modal masuk ke Indonesia. Demikian pula dengan suku bunga jangka pendek yang relatif rendah di Amerika Serikat---sehingga dengan *interest differential* antara suku bunga AS dengan suku bunga domestik yang semakin melebar---telah merangsang para investor untuk menggerakkan investasinya ke Indonesia, utamanya dalam investasi portfolio.

Kondisi yang berbeda terlihat dalam fase kedua, akibat terjadinya pembalikan modal (*capital outflows*) swasta yang sangat besar. Walaupun pada waktu itu masih terdapat aliran modal swasta yang masuk ke Indonesia, namun jumlahnya tidak mampu mengimbangi jumlah aliran modal yang keluar, sehingga secara keseluruhan (neto) terjadi *capital outflows*. Sedikitnya ada tiga besaran yang menjadi sumber penyebab pembalikan modal swasta, yaitu<sup>16</sup> : **Pertama**, pembayaran utang sektor swasta, baik utang dalam rangka investasi asing langsung (PMA), utang perbankan, institusi keuangan non-perbankan, BUMN, maupun utang swasta lainnya yang jatuh tempo. **Kedua**, aliran modal ke luar dalam bentuk portfolio, baik berupa ekuiti maupun surat utang (*debt securities*) serta belum adanya aliran modal masuk dari hasil emisi portfolio di luar negeri. **Ketiga**, investasi sektor swasta di luar negeri.

Relatif rendahnya aliran modal masuk sektor swasta dalam fase ini selain dipengaruhi oleh faktor-faktor ekonomi, seperti merosotnya tingkat profitabilitas (*returns*) dan terganggunya stabilitas usaha/investasi (*risk*), juga sangat ditentukan oleh faktor-faktor non-ekonomi, seperti belum adanya kepastian hukum, inkonsistensi kebijakan, dan *hiruk-pikuk politik* yang memicu

---

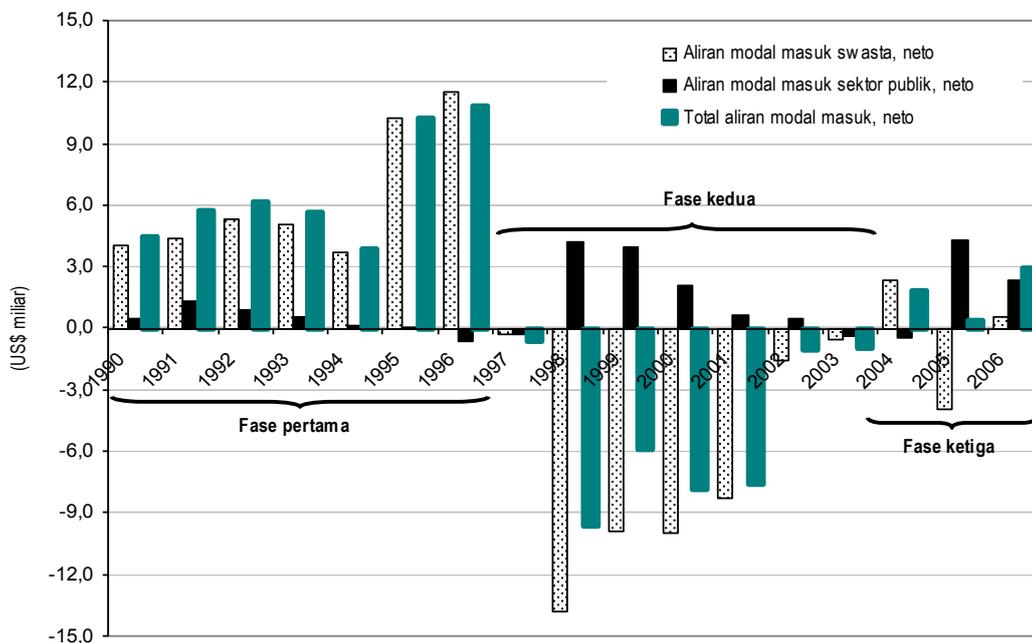
<sup>15</sup> Reformasi ekonomi yang berorientasi pasar di dalam negeri diperkenalkan sejak awal dasawarsa 1980-an, melalui serangkaian paket kebijakan deregulasi dan debirokratisasi, terutama di sektor keuangan dan perbankan, liberalisasi pasar modal dan kemudian dilanjutkan dengan liberalisasi perdagangan dan investasi (sektor riil).

<sup>16</sup> Nizar, Muhammad Afdi, (2001), "*Implikasi Pembalikan Modal (Capital Outflows) Bagi Perekonomian Indonesia*", *Business News*, Nomor 6612/14 Mei.

terjadinya instabilitas sosial, politik dan keamanan di dalam negeri. Faktor-faktor ekonomi dan non-ekonomi tersebut secara bersama-sama telah menjadi disinsentif masuknya modal swasta ke Indonesia.

Kinerja neraca modal secara keseluruhan dalam fase kedua ini sedikit terolong dengan adanya aliran masuk modal sektor publik. Hanya saja, *magnitud*e aliran modal ini sangat ditentukan oleh keberhasilan pemerintah dalam memenuhi sejumlah agenda reformasi ekonomi yang sudah disepakati dengan IMF sebelumnya, sebagaimana tertuang dalam *letter of intent* (LoI)<sup>17</sup>. Dalam masa pemerintahan Presiden Abdurrahman Wahid misalnya, IMF melakukan dua kali penundaan pencairan pinjaman, yaitu pada bulan April 2000 senilai US\$ 372 juta dan Desember 2000 senilai US\$ 400 juta. Ironisnya lagi, lembaga-lembaga keuangan internasional lainnya, seperti Bank Dunia juga ikut melakukan penundaan pencairan pinjaman bila Indonesia tidak mampu menyelesaikan persoalan dengan IMF, karena pinjaman lembaga itu merupakan *parallel loan* dengan paket IMF.

**Grafik 2.**  
**Komposisi Aliran Modal Masuk ke Indonesia, 1990 – 2006**



Dalam fase ketiga, aliran modal masuk swasta secara keseluruhan masih menunjukkan terjadinya pembalikan modal yaitu sebesar US\$1,1 miliar (rata-rata US\$0,4 miliar per tahun), namun dengan jumlah yang cenderung menurun. Penurunan ini terjadi terutama karena pengaruh peningkatan aliran modal masuk dalam bentuk FDI dan portfolio, masing-masing dari defisit

<sup>17</sup> *ibid.*

US\$5,6 miliar (rata-rata US\$0,8 miliar per tahun) dan defisit US\$5,0 miliar (rata-rata US\$0,7 miliar per tahun) dalam fase kedua menjadi surplus masing-masing sebesar US\$6,0 miliar (rata-rata US\$2,0 miliar per tahun) dan US\$1,2 miliar atau rata-rata US\$0,4 miliar per tahun (lihat **Grafik 2**).

Penurunan aliran keluar modal swasta dalam fase ketiga ini diimbangi dengan meningkatnya aliran modal masuk sektor publik, terutama melalui pencairan pinjaman dan transaksi investasi portfolio dalam bentuk surat utang negara (SUN) serta sertifikat Bank Indonesia (SBI). Peningkatan investasi portfolio sektor publik ini terutama didorong oleh selisih suku bunga domestik dan internasional (*interest differential*) yang masih menarik disertai dengan kondisi pasar keuangan global yang likuid.

Konfigurasi aliran modal masuk neto selama periode studi ini juga mengindikasikan kemampuan perekonomian Indonesia dalam menyerap (*absorptive capacity*) aliran modal yang masuk ke kawasan Asia. Dalam fase pertama Indonesia mampu menyerap rata-rata sekitar 11,24% per tahun dari total aliran modal masuk ke kawasan Asia, dengan penyerapan terbesar dalam bentuk aliran modal sektor publik, yaitu sekitar 70,6% rata-rata per tahun, sedangkan aliran modal swasta hanya mampu diserap sekitar 10,7% rata-rata per tahun (**Tabel 2**).

**Tabel 2.**  
**Rata-rata Aliran Modal Masuk (neto) ke Indonesia, Rasio terhadap PDB, dan Daya Serap Indonesia, 1990 – 2006**

URAIAN	Rata-rata per tahun (US\$ miliar)			Rata-rata terhadap PDB (%)			Daya Serap <sup>1/</sup> (%)		
	1990 - 1996	1997 - 2003	2004 - 2006	1990 - 1996	1997 - 2003	2004 - 2006	1990 - 1996	1997 - 2003	2004 - 2006
Total aliran modal masuk, neto	6,70	-4,82	1,71	3,71	-2,69	0,57	11,24	-28,43	2,25
Aliran modal masuk swasta, neto	6,32	-6,35	-0,37	3,50	-3,54	-0,12	10,69	-39,03	-0,38
FDI	2,41	-0,80	1,99	1,33	-0,45	0,66	7,64	-1,32	2,25
Portfolio	2,08	-0,71	0,39	1,15	-0,40	0,13	12,10	39,37	-1,11
Investasi lainnya	1,83	-4,84	-2,75	1,01	-2,70	-0,91	17,60	11,39	-6,52
Aliran modal masuk sektor publik, neto	0,38	1,53	2,08	0,21	0,85	0,69	70,62	223,79	-10,96
Produk Domestik Bruto (US\$ miliar)	180,5	179,3	302,4						

<sup>1/</sup> Daya serap terhadap aliran modal masuk ke *emerging economies* kawasan Asia.

kecuali untuk periode 1997-2003 dan periode 2004 - 2006 menunjukkan kontribusi Indonesia terhadap pembalikan modal dari kawasan Asia (diolah dari **Tabel 1**)

Sumber : *World Economic Outlook*, IMF (2007) dan Neraca Pembayaran Indonesia, Bank Indonesia (diolah)

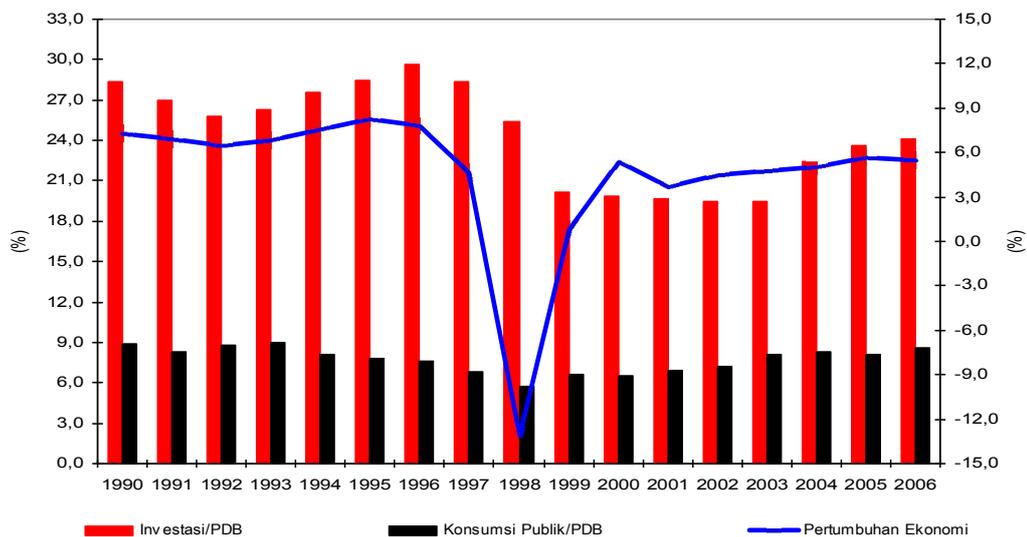
Daya serap modal swasta terbesar adalah melalui investasi lainnya (17,6% rata-rata per tahun), kemudian diikuti dengan investasi portfolio (12,1% rata-rata per tahun) dan FDI (7,6% rata-rata per tahun). Artinya, daya serap Indonesia atas aliran modal yang masuk lebih dominan dalam bentuk investasi yang bersifat jangka pendek (*temporer*). Aliran modal jangka pendek yang dominan dalam fase pertama ini merupakan salah satu penyebab

memburuknya kinerja neraca modal dalam neraca pembayaran Indonesia pada saat terjadinya krisis multidimensi dan dampaknya dirasakan hingga dua tahun terakhir dalam fase kedua. Selain itu, konfigurasi aliran modal masuk neto juga menunjukkan seberapa besar andil Indonesia dalam pembalikan modal, khususnya aliran modal swasta yang terjadi di kawasan Asia. Andil Indonesia dalam pembalikan modal swasta dari kawasan Asia terbesar terjadi dalam fase kedua, yaitu sekitar 39,0%, yang terdiri dari pembalikan investasi portfolio sekitar 39,4% dan investasi lainnya sekitar 11,4%.

### 3.3. Implikasi dan Konsekuensi

Aliran modal masuk ke Indonesia dalam periode studi memengaruhi kinerja beberapa indikator ekonomi makro di dalam negeri, yaitu : *Pertama*, kinerja investasi domestik, sebagaimana ditunjukkan oleh rasio investasi terhadap GDP. Dalam fase pertama, rasio investasi terhadap PDB mencapai 27,6% rata-rata per tahun, kemudian turun menjadi 21,8% rata-rata per tahun dalam fased kedua dan kembali meningkat dalam fase ketiga menjadi 23,4% rata-rata per tahun (**Grafik 3**).

**Grafik 3.**  
**Rasio Investasi dan Konsumsi Publik terhadap PDB dan Pertumbuhan Ekonomi, 1990 – 2006**

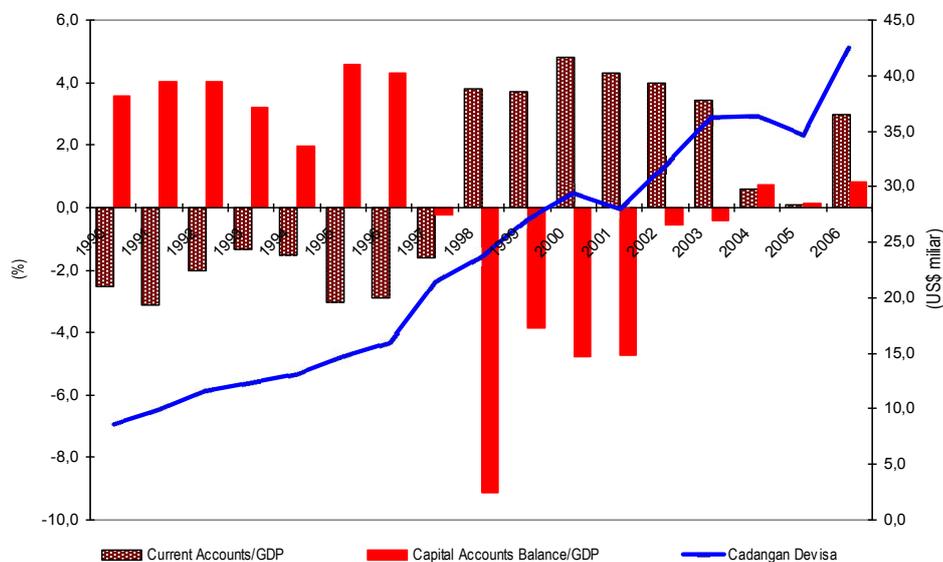


Dengan pola kontribusi investasi tersebut, dapat dikatakan bahwa aliran modal masuk neto ikut memengaruhi tingkat pertumbuhan ekonomi di dalam negeri. Pada saat rasio investasi meningkat akibat peningkatan aliran modal masuk, laju pertumbuhan ekonomi juga menunjukkan kecenderungan meningkat, dan sebaliknya. Hal ini dapat dilihat pada laju pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi, yaitu rata-rata sekitar 7,3% per tahun dalam fase pertama, kemudian turun menjadi 1,5% dalam fase kedua, dan kembali

meningkat menjadi 5,4% rata-rata per tahun dalam fase ketiga. Kecenderungan ini memberikan indikasi yang sama dengan yang umumnya terjadi di negara-negara berkembang yang sebelumnya menerima gelombang aliran modal masuk.

*Kedua*, posisi neraca modal dan finansial (*capital and financial accounts*) dalam neraca pembayaran Indonesia. Dalam fase pertama, dengan terjadinya aliran modal masuk neto yang *massive* berdampak pada posisi neraca modal sehingga mencatat surplus rata-rata sekitar 3,7% dari GDP setiap tahunnya. Namun dalam fase kedua, neraca modal mengalami defisit rata-rata sekitar 3,4% dari PDB per tahun, sebagai konsekuensi derasnya aliran modal keluar (*capital outflows*). Dalam fase ketiga, posisi neraca modal kembali menunjukkan surplus sekitar 0,5% rata-rata per tahun seiring dengan kembali mengalirnya modal internasional masuk ke dalam negeri.

**Grafik 4.**  
**Rasio Current Account dan Capital Account terhadap PDB dan**  
**Posisi Cadangan Devisa, 1990 – 2006**

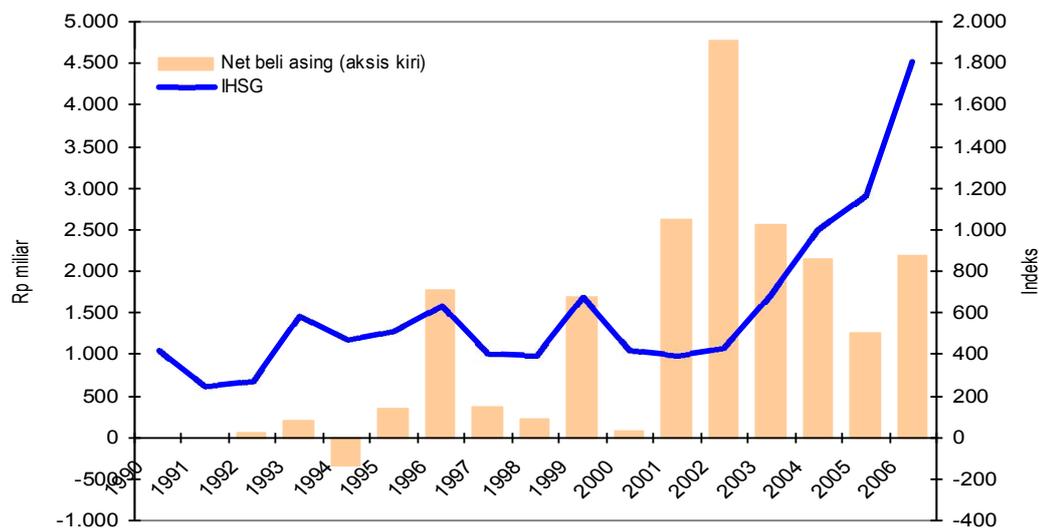


*Ketiga*, posisi neraca transaksi berjalan (*current accounts*) dalam neraca pembayaran. Pengaruh aliran modal masuk terhadap neraca transaksi berjalan Indonesia dalam periode studi ini tidak sepenuhnya memberikan indikasi sebagaimana yang umumnya terjadi di negara-negara berkembang, dimana aliran modal masuk cenderung memperburuk defisit transaksi berjalan. Dampak negatif ini hanya berlangsung dalam fase pertama aliran modal masuk, yaitu dengan defisit rata-rata sekitar 2,4% dari PDB per tahun. Walaupun pada tahun pertama dalam fase kedua transaksi berjalan masih mengalami defisit sekitar 1,6% dari PDB, namun defisit itu terjadi bukan disebabkan oleh aliran modal masuk melainkan akibat terjadinya penurunan kinerja neraca

perdagangan dan meningkatnya defisit neraca jasa-jasa (*services account*). Pada tahun-tahun selanjutnya dalam fase kedua terjadi pembalikan modal yang besar, namun neraca transaksi berjalan menunjukkan peningkatan surplus hingga mencapai 4,0% dari PDB rata-rata setiap tahun. Sebaliknya, dalam fase ketiga aliran modal masuk kembali menunjukkan peningkatan, namun neraca transaksi berjalan masih tetap surplus, rata-rata sekitar 1,2% dari PDB per tahun. Posisi neraca transaksi berjalan dan neraca modal yang cenderung membaik dalam periode studi mendorong terjadinya peningkatan cadangan devisa Indonesia (**Grafik 4**).

*Keempat*, kinerja pasar modal domestik. Pengaruh langsung aliran modal masuk terhadap kinerja pasar modal diantaranya dapat dilihat dari posisi beli neto pihak asing (*net buying*) atas saham-saham yang diperdagangkan di bursa. Dalam fase pertama, posisi net beli asing mulai terlihat sejak tahun 1992 yang mencapai Rp49,8 miliar dan meningkat cukup signifikan menjadi Rp1,8 triliun pada tahun 1996. Perkembangan ini turut memengaruhi animo investor domestik dalam melakukan transaksi di bursa, sehingga secara keseluruhan mendorong naiknya indeks harga saham gabungan (IHSG) dari 417,8 pada tahun 1990 menjadi 637,4 pada tahun 1996 (**Grafik 5**).

**Grafik 5.**  
**Perkembangan IHSG dan Net Beli Asing, 1990 – 2006**

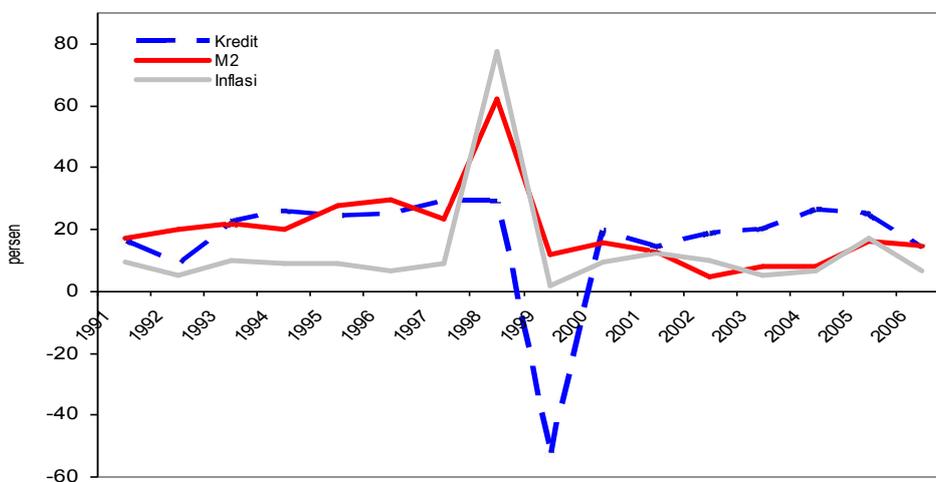


Dalam fase kedua, terutama pada tahun 1997-1998 sebagai konsekuensi krisis yang terjadi di dalam negeri, net beli investor asing menunjukkan penurunan hingga menjadi Rp214,7 miliar. Tendensi ini juga diikuti dengan merosotnya IHSG hingga ke level 398,0 pada akhir tahun 1998. Dalam tahun 1999 terjadi *rebound*, yang ditandai dengan menguatnya IHSG sekitar 70,1% menjadi 676,9. Penguatan ini juga ditopang oleh peningkatan net beli investor asing yang mencapai Rp1,7 triliun atau meningkat lebih dari 6 kali lipat posisi

net beli tahun tahun 1998. Dalam tahun 2000 kembali terjadi penurunan net beli asing menjadi Rp80,8 miliar dan IHSJ juga merosot ke level 416,3. Namun dalam tahun 2001, meskipun net beli asing mengalami peningkatan menjadi Rp2,6 triliun, IHSJ menunjukkan penurunan hingga ke level 392,0. Hubungan yang tidak simetris ini terjadi terutama karena pengaruh situasi ekonomi, sosial, dan politik yang tidak kondusif pada waktu itu. Dalam tahun 2002 IHSJ meningkat hingga mencapai level 424,9 dan net beli asing mencapai Rp4,8 triliun, nilai tertinggi sepanjang sejarah pasar modal Indonesia. Penguatan IHSJ ini terus berlanjut hingga mencapai level 691,9 pada tahun 2003, sementara net beli asing walaupun mengalami penurunan masih dalam besaran yang signifikan, yaitu sekitar Rp2,6 triliun. Dalam fase ketiga, kinerja pasar modal cenderung menunjukkan penguatan dengan IHSJ menembus level 1.800 pada akhir tahun 2006. Penguatan ini juga didukung oleh tingginya animo investor asing, sebagaimana terlihat pada net beli asing yang mencapai rata-rata Rp1,9 triliun per tahun.

Berbagai implikasi positif yang timbul akibat pergerakan modal masuk ke Indonesia dalam periode studi, sebagaimana diuraikan pada bagian sebelumnya, juga dibarengi dengan munculnya berbagai konsekuensi ekonomi makro yang kurang menggembirakan. *Pertama*, aliran modal masuk menyebabkan berakselerasinya pertumbuhan uang beredar, karena melalui proses multiplier menyebabkan berekspansinya uang inti (*high-powered money*), baik dalam bentuk cadangan maupun dalam kredit perbankan. Hal ini pada gilirannya menimbulkan tekanan inflasi (*pull demand inflation*) di dalam negeri.

**Grafik 6.**  
**Laju Inflasi, Pertumbuhan Kredit, dan Uang Beredar (M<sub>2</sub>), 1990 – 2006**



Dalam fase pertama, kredit perbankan dan jumlah uang beredar (M<sub>2</sub>) menunjukkan peningkatan masing-masing sekitar 20,4% dan 22,8% rata-rata per tahun, sementara laju inflasi relatif terkendali dan stabil di bawah dua digit.

Dalam fase kedua terjadi penurunan kredit perbankan dan M2 masing-masing menjadi 11,0% dan 19,8% rata-rata per tahun, namun laju inflasi melampaui level dua digit, dengan inflasi tertinggi terjadi pada tahun 1998 yaitu sekitar 77,6 persen<sup>18</sup>. Pada fase ketiga, jumlah kredit perbankan dan M2 kembali meningkat menjadi 21,7% dan 13,1% rata-rata per tahun dengan laju inflasi rata-rata sekitar 10,0% per tahun (**Grafik 6**).

*Kedua*, berapresiasinya nilai tukar rupiah, terutama terhadap US dolar. Perilaku nilai tukar rupiah terhadap US dolar terkait dengan aliran modal menjadi mudah dipahami apabila ditinjau melalui pendekatan keseimbangan permintaan-penawaran terhadap dolar. Aliran modal masuk, merupakan salah satu faktor yang mendorong bertambahnya pasokan (*supply*) devisa---disamping dari penerimaan devisa hasil transaksi barang dan jasa---di dalam negeri. Apabila pasokan devisa (dalam hal ini US dolar) melebihi permintaan (*demand*), maka harga US dolar akan mengalami penurunan (depresiasi) terhadap rupiah. Dengan kata lain, rupiah mengalami penguatan (apresiasi) terhadap US dolar, *vice versa, ceteris paribus*. Tendensi seperti ini terjadi dalam periode 1990-1996, dimana jumlah modal yang masuk ke Indonesia cukup besar. Pada saat itu, rupiah terapresiasi terhadap US Dollar sekitar 30,7% rata-rata setiap tahun. Puncak penguatan rupiah ini terjadi pada tahun 1997 hingga mencapai 198,8%. Penguatan rupiah ini juga dapat terjadi sebagai akibat dari ekspansi konsumsi pemerintah pada waktu itu yang mencapai 8,4% dari PDB rata-rata per tahun. Perilaku nilai tukar rupiah menunjukkan arah yang berlawanan setelah pemerintah menetapkan sistem kurs mengambang bebas (*free floating*) pada tahun 1998. Dalam periode 1998-2006 nilai tukar rupiah cenderung terdepresiasi hingga 25,5% rata-rata per tahun (**Grafik 7**). Pada saat yang sama konsumsi pemerintah mengalami kontraksi rata-rata 7,4% per tahun<sup>19</sup>.

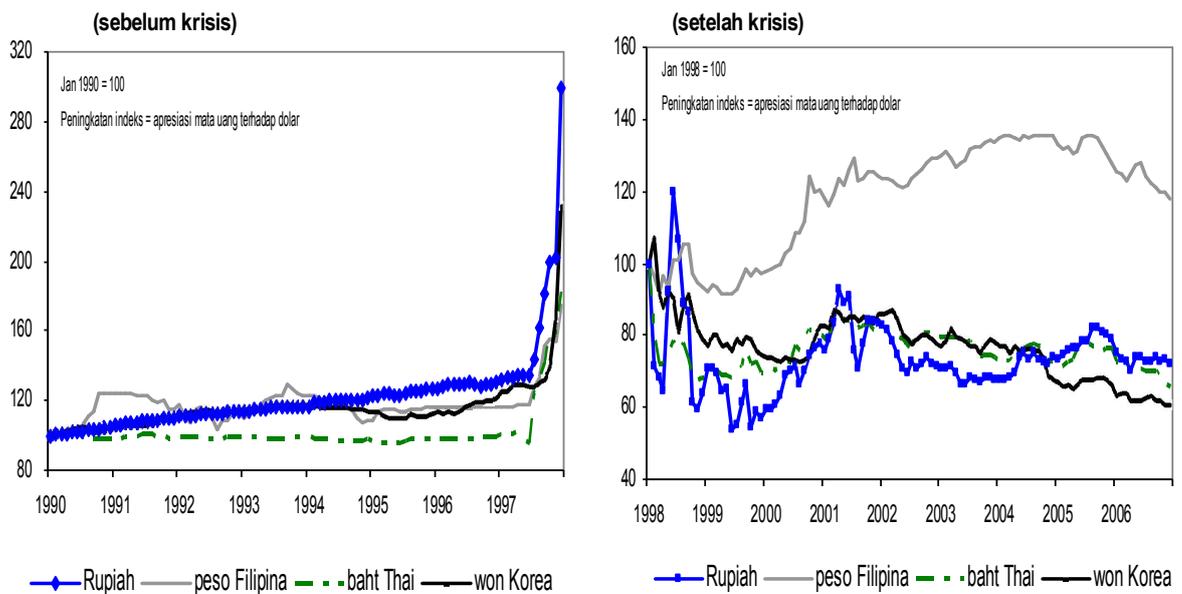
Namun demikian, perilaku nilai tukar rupiah terhadap US dolar tidak selalu simetris merespon perubahan aliran modal yang masuk atau keluar Indonesia. Ada banyak faktor yang juga turut memengaruhi fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap US dolar, baik faktor-faktor yang memiliki dimensi ekonomi maupun yang bersifat non-ekonomi. Faktor-faktor ekonomi antara lain terkait dengan pertumbuhan ekonomi dalam negeri dan kinerja ekspor, sementara faktor-faktor non-ekonomi diantaranya stabilitas sosial, politik, dan keamanan di dalam negeri.

---

<sup>18</sup> Lonjakan inflasi pada tahun 1998 tidak sepenuhnya dipicu oleh faktor moneter karena ekspansi kredit dan jumlah uang beredar (*demand pull inflation*), melainkan juga karena pengaruh *cost push inflation* akibat terganggunya pasokan dan saluran distribusi barang menyusul terjadinya kerusuhan di berbagai daerah di Indonesia.

<sup>19</sup> Trend konsumsi publik ini dapat dilihat pada **Grafik 3**.

Grafik 7.  
Indeks Nilai Tukar Beberapa Mata Uang Regional, 1990 – 2006



*Ketiga*, aliran modal masuk, terutama apabila komposisinya didominasi oleh investasi yang bersifat temporer (jangka pendek), seperti investasi portfolio atau terdiri dari "uang panas" (*hot money*)<sup>20</sup>. Investasi jangka pendek ini memiliki sifat yang agak paradoks, karena pergerakan dan jumlahnya sulit diidentifikasi dan dikuantifikasi. Terlebih lagi, apabila terjadi ketidakseimbangan pasar di dalam negeri atau terdapat kekeliruan kebijakan yang menimbulkan *gap* yang sangat besar antara suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri (*off-shore rate*), maka investor akan memanfaatkan sistem keuangan domestik semata-mata sebagai tempat pemutihan atau pencucian uang (*money laundering*).

Implikasinya, aliran masuk investasi jangka pendek atau uang panas ini akan menjadi sumber volatilitas yang berlebihan bagi ekonomi dalam negeri. Berdasarkan pengalaman, baik yang terjadi di negara-negara berkembang secara umum maupun yang dirasakan Indonesia, telah terbukti bahwa dengan aliran modal masuk neto yang lebih didominasi oleh modal jangka pendek (*portfolio investment*) sangat rentan dan volatil, sehingga dapat dengan mudah dan cepat keluar dari Indonesia.

Dengan merujuk pada hasil analisa studi ini, pemerintah perlu mendorong peningkatan aliran modal yang bersifat permanen, yaitu (*foreign direct investment, FDI*), yang tidak dapat dengan mudah dan cepat keluar dari Indonesia apabila terjadi perubahan atau *shocks* yang bersifat siklikal. Selain itu, investasi dalam rangka FDI ini juga sangat dibutuhkan dalam upaya

<sup>20</sup> *Hot money* merupakan *capital* yang mencari *quick returns*, terutama dalam instrumen-instrumen likuid yang berpendapatan tetap (*fixed-income liquid instruments*), yang mempunyai tingkat bunga (*return*) lebih tinggi apabila diukur dalam mata uang investor.

mendorong peningkatan pertumbuhan ekonomi, mengatasi masalah keterbatasan lapangan kerja, yang pada gilirannya dapat membantu mengatasi masalah pengangguran dan upaya pengentasan kemiskinan yang masih tinggi di dalam negeri.

#### **IV. Simpulan dan Rekomendasi**

##### **4.1. Simpulan**

Berdasarkan uraian yang dikemukakan sebelumnya dapat dikemukakan beberapa kesimpulan dari studi ini, sebagai berikut :

1. Aliran modal masuk selama ini memberikan pengaruh positif terhadap perbaikan kinerja sejumlah indikator ekonomi makro Indonesia, diantaranya mendorong peningkatan investasi dan pertumbuhan ekonomi, surplus neraca modal dan cadangan devisa, serta penguatan kinerja pasar modal. Pengaruh sebaliknya juga terlihat apabila terjadi pembalikan aliran modal (*capital outflows*), terutama dalam fase terjadinya krisis ekonomi;
2. Aliran modal masuk juga membawa implikasi negatif terhadap sejumlah besaran ekonomi makro, diantaranya menyebabkan terjadinya ekspansi kredit dan jumlah uang beredar yang pada gilirannya berpotensi menimbulkan tekanan inflasi (*inflatoir*), menguatnya (apresiasi) nilai tukar rupiah terhadap US dolar. Implikasi yang berlawanan juga terlihat apabila terjadi pembalikan aliran modal (*capital outflows*), terutama dalam fase terjadinya krisis ekonomi;
3. Aliran modal masuk jangka pendek (*portfolio investment*) yang rentan terhadap berbagai perubahan siklikal di dalam dan luar negeri, terlihat masih cukup besar dalam komposisi aliran modal masuk neto Indonesia; dan
4. Pergerakan aliran modal/investasi dari atau ke Indonesia tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja besaran-besaran ekonomi, melainkan juga ditentukan oleh faktor-faktor non-ekonomi, seperti stabilitas sosial, politik, dan keamanan di dalam negeri.

##### **4.2. Rekomendasi Kebijakan**

Aliran modal masuk ke Indonesia terbukti telah menimbulkan dilema (*trade-off*) bagi perekonomian domestik. Yang paling dilematis adalah apabila aliran modal masuk tersebut lebih banyak dalam bentuk investasi portfolio atau *hot money*. Dengan merujuk pada hasil studi ini, pihak penentu kebijakan (*policy makers*) diharapkan untuk mendorong peningkatan aliran modal yang bersifat permanen (FDI), yang tidak dapat dengan mudah dan cepat keluar dari Indonesia apabila terjadi perubahan atau *shocks* yang bersifat siklikal. Selain itu, investasi dalam rangka FDI ini sangat dibutuhkan oleh Indonesia

tidak saja untuk mendorong peningkatan pertumbuhan ekonomi, melainkan juga dapat membantu mengatasi masalah keterbatasan lapangan kerja, yang pada gilirannya dapat membantu mengatasi masalah pengangguran dan upaya pengentasan kemiskinan yang masih tinggi di dalam negeri. Oleh karena itu, pemerintah perlu menempuh berbagai langkah kebijakan yang diharapkan dapat memberikan insentif bagi para investor untuk masuk ke Indonesia, antara lain adalah :

1. mengurangi biaya transaksi dan praktik ekonomi biaya tinggi (*high cost economy*) yang dilakukan dengan cara deregulasi peraturan dan prosedur perizinan;
2. memberikan jaminan kepastian hukum atas hak kepemilikan (*property rights*) dan pengaturan yang adil dalam mekanisme penyelesaian konflik (*dispute settlements*);
3. menyempurnakan peraturan perundang-undangan di bidang investasi yang disesuaikan dengan praktik internasional (*international best-practice*) dan mengutamakan perlakuan non-diskriminatif antara investor asing, domestik dan investor besar, menengah atau kecil;
4. menyederhanakan prosedur penanaman modal, memberikan insentif untuk penanaman modal, dan melakukan konsolidasi perencanaan penanaman modal antara pusat dan daerah;
5. memperbaiki iklim ketenagakerjaan yang dilakukan dengan cara menciptakan pasar tenaga kerja yang lebih fleksibel dengan memperbaiki peraturan ketenagakerjaan dan meningkatkan kualitas SDM;
6. mensinkronkan peraturan perundangan antara pemerintah Pusat dan Daerah;
7. meningkatkan kapasitas pelayanan infrastruktur dengan cara memperbaiki sistem dan jaringan infrastruktur dan memenuhi tambahan kebutuhan pelayanan guna mendukung pemulihan dan peningkatan daya saing dengan mendorong keterlibatan pihak swasta; dan
8. pengembangan sumber daya manusia, baik dari sisi pendidikan maupun keterampilan. Hal ini dimaksudkan agar tenaga kerja di dalam negeri mampu dengan cepat menyesuaikan dengan jenis ketrampilan baru yang dibutuhkan.

### **Daftar Pustaka**

Bank Indonesia, *Laporan Neraca Pembayaran Indonesia*, Berbagai tahun laporan.

Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo., and Reinhart, Carmen M., (1993), "*The Capital Inflows Problem : Concepts and Issues*", IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 10, July, International Monetary Fund, Washington DC.

- Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo., and Reinhart, Carmen M., (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 10 (2), Spring, hal. 123-39
- Chan, Tze-Haw and Baharumshah, Ahmad Zubaidi., (2005) "Measuring Capital Mobility in the Asia Pacific Rim" Published in: *Open Economy Macroeconomics in East Asia-Chapter 9* (2005): pp. 169-195.
- Choi, Woon Gyu., Sharma, Sunil., and Strömquist, Maria., (2007), "Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies" IMF Working Paper No. 07/151, July, IMF Institute, Washington DC.
- Claessens, Stijn. and Gooptu, Sudarshan., Eds. (1993), "Portfolio Investment in Developing Countries", World Bank Discussion Paper, Number 228, World Bank, Washington DC.
- Corbo, Vittorio. and Hernandez, Leonardo., (1993), "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows : Rationale and Some Recent Experiences", in Stijn Claessens and Sudarshan Gooptu, (Eds.), *Portfolio Investment in Developing Countries*, World Bank Discussion Paper, Number 228, World Bank, Washington DC.
- Corbo, Vittorio. and Hernandez, Leonardo., (1996), "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows from Recent Latin American and East Asian Experience", *World Bank Research Observer*, Volume 11, Number 1, February.
- Edison, Hali J., Klein, Michael., Ricci, Luca., Sløk, Torsten., (2002), "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis", IMF Working Paper No. 02/120, July, International Monetary Fund, Washington DC.
- Hernandez, Leonardo. and Rudolph, Heinz., (1995), "Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries : Is A Generalized Reversal Likely?", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1518, October 1995.
- International Monetary Funds (IMF), "World Economic Outlook (WEO)", berbagai edisi.
- Loungani, Prakash. And Razin, Assaf., (2001), "How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?" *Finance & Development*, Volume 38., Number 2, June.
- Mishra, Deepak., Mody, Ashoka., and Murshid, Antu Panini., (2001), "Private Capital Flows and Growth", *Finance & Development*, Volume 38., Number 2, June.
- Montiel, Peter J., (1994), "Capital Mobility in Developing Countries : Some Measurement Issues and Empirical Estimates", *World Bank Economic Research*, Vol. 8 (3) 1994.

- Nizar, Muhammad Afdi., (1996), "*Fenomena Aliran Modal Masuk (Capital Inflows) dalam Perekonomian Indonesia*", Business News, 9 Desember 1996.
- Nizar, Muhammad Afdi., (2001), "*Implikasi Pembalikan Modal (Capital Outflows) Bagi Perekonomian Indonesia*", Business News, Nomor 6612/14 Mei 2001.
- Prasad, Eswar., Rajan, Raghuram., and Subramanian, Arvind., (2006), "*Foreign Capital and Economic Growth*", paper presented at a Conference Organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole, Wyoming August 25.
- Reinhart, Carmen and Khan, Mohsin., (1995), "*Capital Flows in the APEC Region*", IMF Occasional Paper 122, April, International Monetary Fund, Washington DC.
- Reinhart, Carmen and Khan, Mohsin., (1995): "*Macroeconomic Management in APEC Economies: The Response to Capital Inflows*" in Mohsin S. Khan and Carmen M. Reinhart, (eds.), "*Capital Flows in the APEC Region*", IMF Occasional Paper 122, April, International Monetary Fund, Washington DC.
- Reinhart, Carmen and Reinhart, Vincent (1998): "*Some Lessons for Policy Makers Who Deal with the Mixed Blessing of Capital Inflows*", in Miles Kahler, (ed.), "*Capital Flows and Financial Crises*", Council on Foreign Relations Book (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1998), pp. 93-127.
- Reinhart, Carmen and Calvo, Guillermo (1999): "*The Consequences and Management of Capital Inflows: Lessons for Sub-Saharan Africa*", Expert Group on Development Issues Series, 1998:2, Stockholm.
- Reinhart, Carmen and Montiel, Peter (2001), "*The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s*" in Stephany Griffith-Jones, Manuel Montes, and Anwar Nasution (eds.), "*Short-term Capital Flows and Economic Crises*", Oxford University Press, 2001, pp. 3-28.
- Resende, Andre Lara., (1995), "*Policies for Growth : The Latin American Experience*", Proceedings of a Conference held in Mangaratiba, Rio de Janeiro, Brazil, March 1994, International Monetary Fund, Washington DC.
- Schadler, Susan., Carkovic, Maria., Bennet, Adam., and Kahn, Robert., (1993), "*Recent Experience with Surges in Capital Inflows*", IMF Occasional Paper 108, December, International Monetary Fund, Washington DC.
- Steiner, Roberto, (1995), "*Capital Inflows in Latin America : Causes, Consequences, and Policy Options*", in Andre Lara Resende, *Policies for Growth : The Latin American Experience*, Proceedings of a Conference held in Mangaratiba, Rio de Janeiro, Brazil, March 1994, International Monetary Fund, Washington DC, pp. 81 - 106.

Williamson, John. (1995), "*Public Policy Towards International Capital Flows*", United Nations, Department for Economic and Social Information and Policy Analysis, Background Paper, No. 2, Juli 1995.

World Bank, (1996), "*Managing Capital Flows in East Asia*", World Bank Publication, May, Washington, DC.

World Bank, (1997), "*Private Capital Flows to Developing Countries : The Road to Financial Integration*", World Bank Policy Research Report, Oxford University Press, Washington, DC.