

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Pertumbuhan ekonomi merupakan indikator penting dalam mengukur kesejahteraan dan kemakmuran suatu negara. Namun, dinamika pertumbuhan tersebut tidak berdiri sendiri namun terbentuk melalui interaksi kompleks berbagai faktor, termasuk ketidakpastian, risiko geopolitik, serta aktivitas inovasi dan kebijakan ekonomi. Salah satu faktor utama yang memengaruhi pertumbuhan ekonomi global adalah ketidakpastian kebijakan moneter. Chen dan Tillmann (2021) mengungkapkan bahwa meningkatnya ketidakpastian dalam kebijakan moneter dapat menurunkan tingkat investasi dan konsumsi, sehingga menghambat laju pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB). Hal ini menunjukkan bahwa kepastian kebijakan makroekonomi menjadi syarat fundamental bagi keberlangsungan pertumbuhan ekonomi yang stabil.

Sebaliknya, kestabilan ekonomi global diancam oleh perubahan iklim dalam jangka panjang. Selain menyebabkan kerugian ekologis, emisi karbon yang tidak terkendali diproyeksikan dapat menurun sekitar 20% dari Produk Domestik Bruto (PDB) global pada tahun 2050, atau senilai 38 triliun dolar AS. Meskipun upaya saat ini untuk mengurangi emisi karbon, proyeksi ini masih belum jelas (Hood, 2024). Seperti yang ditunjukkan oleh dampak perang Rusia-Ukraina terhadap harga pangan dan energi global, ancaman ini semakin diperparah oleh risiko geopolitik yang timbul dari konflik bersenjata, polarisasi politik, dan ketegangan internasional (Kaya, 2024). Sehingga upaya penguatan kelembagaan dan manajemen risiko menjadi kunci dalam menjaga kesinambungan ekonomi di tengah ketidakpastian global yang semakin meningkat.

Selain aspek risiko, inovasi dan pengeluaran riset dan pengembangan (R&D) juga merupakan pendorong utama pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Ulku (2004) membuktikan bahwa investasi pada R&D berkontribusi langsung terhadap kemajuan teknologi dan peningkatan produktivitas, yang selanjutnya menjadi aspek utama penggerak pertumbuhan ekonomi. Perlindungan terhadap teknologi baru melalui sistem paten juga memberikan insentif bagi pelaku ekonomi untuk terus berinovasi, menciptakan siklus positif

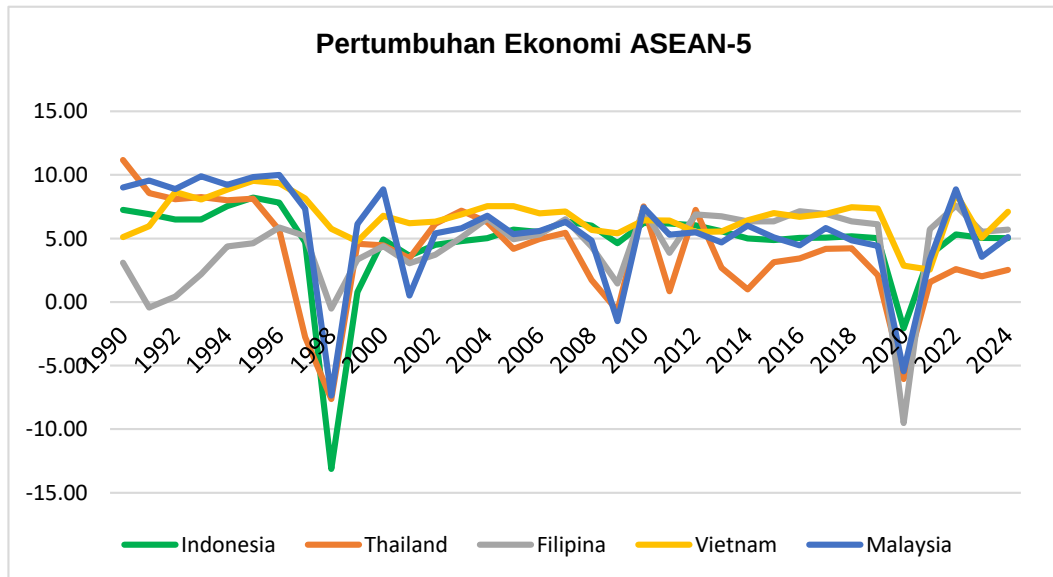
antara penemuan, efisiensi, dan ekspansi ekonomi. Dalam era penuh ketidakpastian saat ini, kombinasi antara stabilitas kebijakan, mitigasi risiko lingkungan, serta dukungan terhadap inovasi menjadi strategi fundamental dalam menjaga ketahanan dan keberlanjutan pertumbuhan ekonomi global.

Fenomena ini menunjukkan bahwa ketahanan ekonomi global terhadap gejolak eksternal belum sepenuhnya pulih, bahkan diwarnai oleh tantangan baru seperti fragmentasi geopolitik, disrupsi rantai pasok, dan tekanan inflasi yang berkelanjutan. Ketergantungan yang tinggi terhadap kebijakan moneter negara besar seperti Amerika Serikat dan Tiongkok turut memengaruhi volatilitas arus modal, nilai tukar, dan stabilitas harga di negara-negara berkembang. Selain itu, transisi menuju ekonomi hijau dan digitalisasi turut menjadi aspek penting dalam mengubah struktur pertumbuhan jangka panjang.

Kawasan Asia Tenggara atau ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*) merupakan salah satu kawasan dengan pertumbuhan ekonomi tercepat di dunia dalam dua dekade terakhir. Pertumbuhan tersebut didorong oleh meningkatnya perdagangan intra-regional, investasi asing langsung (FDI), dan ekspansi sektor manufaktur dan jasa. Namun, di tengah potensi yang besar, pertumbuhan ekonomi di negara-negara di kawasan ini menunjukkan pola yang tidak merata dan sangat dipengaruhi oleh tekanan global. Pandemi COVID-19 yang melanda sejak 2020 telah memperlihatkan kerentanan struktur ekonomi kawasan ini, yang bergantung pada permintaan eksternal, pariwisata, dan stabilitas keuangan global. Meski pada tahun 2023 kawasan tersebut yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Vietnam mulai menunjukkan tanda-tanda pemulihan, ketidakpastian global seperti gejolak harga komoditas, konflik geopolitik, fragmentasi rantai pasok, serta tekanan inflasi dari negara maju masih menjadi ancaman nyata bagi kesinambungan pertumbuhan tersebut.

Selain itu, ASEAN menghadapi masalah struktural seperti keterlambatan transformasi digital, stagnasi produktivitas, pengurangan inovasi, dan ketimpangan pembangunan antarwilayah. Efektivitas kebijakan pemulihan ekonomi setiap negara anggota juga dipengaruhi oleh perbedaan kapasitas fiskal dan kelembagaan mereka. Sehingga sangat penting untuk memahami bagaimana kebijakan moneter, ketahanan fiskal, aliran modal internasional,

dan integrasi ekonomi regional memengaruhi dinamika pertumbuhan ekonomi ASEAN. Untuk membuat strategi kebijakan yang dapat mendorong pertumbuhan yang inklusif, akselerasi pertumbuhan, stabilitas makroekonomi dan berkelanjutan di kawasan Asia Tenggara.



**Gambar 1.1 Grafik Tren Pertumbuhan Ekonomi Negara ASEAN-5**

Sumber: Diolah dari data World Bank (2025).

Berdasarkan gambar 1.1 grafik tren pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 Indonesia, Thailand, Filipina, Vietnam, dan Malaysia terlihat bahwa dinamika pertumbuhan di kawasan ini sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal maupun kebijakan domestik yang berbeda-beda. Sepanjang periode 1990 hingga 2024, grafik menunjukkan pola fluktuatif yang mencerminkan siklus ekonomi global, krisis keuangan, serta respons kebijakan fiskal dan moneter di masing-masing negara. Penurunan tajam pada tahun 1998 mencerminkan dampak krisis finansial Asia, dengan Indonesia mengalami kontraksi terdalam, menandakan lemahnya ketahanan makroekonomi saat itu. Hal serupa kembali terlihat pada tahun 2020 ketika pandemi COVID-19 melanda, menyebabkan perlambatan ekstrem di seluruh negara, terutama Filipina dan Malaysia. Meskipun demikian, terdapat fase pemulihan yang cukup kuat pasca-krisis, khususnya di Vietnam dan Indonesia yang mampu menunjukkan konsistensi pertumbuhan lebih stabil dalam beberapa tahun terakhir.

Perbedaan tren antarnegara juga menunjukkan struktur ekonomi yang tidak homogen. Vietnam, misalnya, mencatatkan pertumbuhan yang relatif

tinggi dan stabil, mencerminkan keberhasilan strategi industrialisasi berbasis ekspor dan reformasi ekonomi yang progresif. Sementara Thailand dan Malaysia menunjukkan pola yang lebih volatil, menandakan sensitivitas tinggi terhadap perubahan eksternal seperti harga komoditas dan aliran modal global. Filipina menunjukkan tren pertumbuhan yang cukup positif namun tidak konsisten, mengindikasikan pengaruh kuat dari konsumsi domestik namun masih rentan terhadap guncangan eksternal. Indonesia, sebagai ekonomi terbesar di kawasan ini, memperlihatkan pola pertumbuhan yang lebih moderat namun stabil, didorong oleh permintaan domestik yang kuat dan kebijakan moneter yang relatif hati-hati.

Memahami faktor-faktor yang menyebabkan perbedaan dalam tingkat pertumbuhan jangka panjang antara negara menjadi tantangan utama dalam studi ekonomi pembangunan. Selama bertahun-tahun, model pertumbuhan klasik telah digunakan untuk menjelaskan dinamika ini. Namun, Model Solow menegaskan bahwa akumulasi modal hanya memiliki dampak terbatas terhadap pertumbuhan karena gejala *diminishing returns*, dan oleh karena itu pertumbuhan jangka panjang bergantung pada kemajuan teknologi dan faktor-faktor eksternal lainnya (Solow, 1956).

Kebijakan moneter memegang peranan sentral dalam menjaga stabilitas makroekonomi dan mendorong pertumbuhan ekonomi, terutama di negara ASEAN-5, menghadapi tantangan yang semakin kompleks dalam merumuskan kebijakan moneter yang efektif di tengah tekanan global, termasuk fluktuasi harga komoditas, gejolak nilai tukar, dan kebijakan suku bunga negara maju. Sejak pandemi COVID-19, otoritas moneter di berbagai negara tersebut yaitu Indonesia, Malaysia, dan Thailand telah menerapkan kebijakan moneter longgar (*easy monetary policy*) melalui penurunan suku bunga acuan dan pelonggaran likuiditas guna menopang pemulihan ekonomi. Dengan seiring meningkatnya inflasi global akibat gangguan rantai pasok dan konflik geopolitik, arah kebijakan mulai bergeser ke pengetatan moneter untuk mengendalikan harga dan menjaga stabilitas nilai tukar. Dinamika kebijakan moneter yang berkembang sejak krisis Asia mencerminkan cara negara-negara ASEAN mengatasi tantangan "trinitas yang mustahil," yaitu kebijakan moneter yang independen, pasar modal yang terbuka, dan nilai tukar yang tetap. Kerangka kebijakan moneter yang didasarkan pada ketegasan dalam

mencapai tujuan stabilitas harga, termasuk penerapan sasaran inflasi yang jelas di beberapa negara dan peningkatan operasional serta transparansi bank sentral (Ansori, 2019).

Sebaliknya, tanggapan moneter negara-negara ASEAN berbeda-beda, yang merupakan hasil dari perbedaan struktur ekonomi, tingkat ketergantungan terhadap modal asing, dan kedalaman sektor keuangan domestik. Misalnya, kebijakan moneter Singapura berbasis nilai tukar berbeda dengan kebijakan moneter negara lain yang bergantung pada suku bunga kebijakan. Ketidaksinkronan ini menyulitkan koordinasi kebijakan regional, terutama dalam transmisi kebijakan global seperti kenaikan suku bunga *Federal Reserve*. Selain itu, kredibilitas bank sentral, perkiraan inflasi masyarakat, dan hubungannya dengan kebijakan fiskal nasional adalah faktor lain yang mempengaruhi seberapa efektif kebijakan moneter dalam mendorong pertumbuhan ekonomi. Sehingga, mempelajari dinamika kebijakan moneter di wilayah ASEAN sangat penting untuk memahami bagaimana instrumen moneter dapat berfungsi secara optimal dalam menjaga stabilitas dan mendorong pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Kebijakan moneter menjadi salah satu instrumen utama yang dijalankan oleh bank sentral untuk mencapai kinerja makroekonomi yang optimal melalui pengendalian suku bunga, penawaran uang, dan stabilitas harga (Anwar et al., 2023). Dalam pembangunan ekonomi, efektivitas kebijakan moneter dapat tercermin melalui peningkatan investasi domestik. Investasi memainkan peran penting sebagai indikator utama dalam menentukan arah dan keberlanjutan pembangunan suatu negara. Perubahan tingkat investasi dapat mencerminkan kondisi ekonomi suatu negara dalam suatu periode (Jushi et al., 2021). Karena itu, berbagai kebijakan diarahkan untuk menciptakan iklim investasi yang kondusif, baik melalui stabilitas makroekonomi maupun kemudahan regulasi yang mendukung aliran modal masuk secara efisien dan produktif. Investasi sebagai pengeluaran untuk memperoleh barang modal dan alat produksi yang digunakan untuk memperluas kapasitas produksi barang dan jasa di masa depan (Magdalena, 2020).

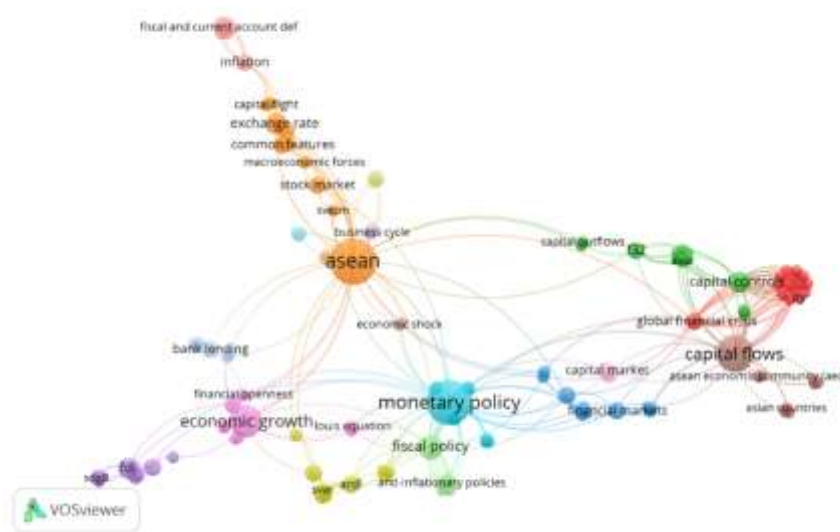
Faktor-faktor yang memengaruhi investasi tidak hanya bersifat domestik, seperti kestabilan ekonomi, tingkat inflasi, dan suku bunga, tetapi juga global, seperti perubahan tingkat suku bunga di negara maju dan dinamika ekonomi

internasional (Sadeghi et al., 2019). Meningkatnya integrasi pasar keuangan global, perubahan suku bunga acuan di negara-negara seperti Amerika Serikat seringkali berdampak langsung pada arus modal ke negara-negara ASEAN. Suku bunga menjadi salah satu determinan utama dalam keputusan investasi karena secara langsung memengaruhi biaya modal dan ekspektasi keuntungan investor. Zhang et al. (2020) menunjukkan bahwa investor cenderung memilih negara dengan tingkat suku bunga rendah karena memberikan potensi keuntungan yang lebih tinggi, sementara suku bunga yang tinggi meningkatkan biaya peluang dan menahan aktivitas investasi. Dengan demikian, pemahaman yang komprehensif mengenai bagaimana kebijakan moneter, khususnya suku bunga, memengaruhi investasi menjadi sangat penting dalam merumuskan strategi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan di negara-negara ASEAN.

Setiap negara anggota ASEAN terus mendorong berbagai aktivitas ekonomi guna memperkuat pertumbuhan ekonomi domestik dan kawasan. Salah satu elemen kunci dalam memulai kegiatan ekonomi adalah investasi, yang berperan penting dalam mendukung proses produksi dan memperluas kapasitas ekonomi (Skärin et al., 2022). Investasi tidak hanya berfungsi sebagai penggerak utama dalam jangka pendek, tetapi juga menjadi pilar penting bagi pertumbuhan ekonomi jangka panjang (Aničić et al., 2020). Sehingga pasar saham memiliki peran strategis sebagai bagian dari pasar modal dalam mengalihkan dana ke sektor swasta, yang dibutuhkan untuk mendanai kegiatan investasi. Pasar saham juga memberikan kontribusi terhadap pencapaian tujuan pembangunan berkelanjutan *sustainable development goals* (SDGs) 2030, terutama melalui instrumen-instrumen berbasis lingkungan yang mendukung pembangunan berkelanjutan.

Meskipun negara-negara di kawasan ASEAN menunjukkan tren pertumbuhan ekonomi yang positif dalam beberapa dekade terakhir, namun tantangan struktural dan eksternal masih membayangi keberlanjutan pertumbuhan tersebut. Salah satu permasalahan mendasar adalah bagaimana negara-negara tersebut, khususnya (Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Vietnam), mampu mengoptimalkan kebijakan moneter dan mendorong investasi yang produktif guna memperkuat pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Pada volatilitas ekonomi global, fluktuasi suku bunga internasional,

serta ketidakpastian pasar keuangan, efektivitas kebijakan moneter menjadi sorotan utama, terutama dalam menarik investasi asing langsung maupun investasi portofolio. Sementara itu, perkembangan pasar modal yang mengarah pada investasi hijau berbasis *Environmental, Social, and Governance* (ESG) menunjukkan potensi baru dalam mendukung pembangunan berkelanjutan di kawasan ASEAN. Namun, belum banyak studi empiris yang mengkaji secara komprehensif bagaimana hubungan antara kebijakan moneter, investasi, dan pertumbuhan ekonomi di kawasan Asia Tenggara dalam satu kerangka analisis yang utuh. Permasalahan utama dalam penelitian ini terletak pada sejauh mana kebijakan moneter dan dinamika investasi, dapat memengaruhi pertumbuhan ekonomi Negara ASEAN-5, serta bagaimana integrasi pasar keuangan global memperkuat atau justru memperlemah stabilitas ekonomi makro di kawasan tersebut.



**Gambar 1.2 Analisis Bibliometrik Tren Penelitian**

Sumber: Data diolah VOSviewer (2025).

Analisis bibliometrik pada Gambar 1.2 yang dihasilkan menggunakan VOSviewer memetakan tren dan topik penelitian terkait kebijakan moneter, aliran modal internasional, dan pertumbuhan ekonomi di kawasan ASEAN selama sepuluh tahun terakhir. Dari pemetaan menunjukkan lima kluster utama: (1) kluster ASEAN (oranye) yang berfokus pada isu makroekonomi seperti inflasi, nilai tukar, *capital flight*, dan siklus bisnis; (2) kluster *monetary policy* (biru muda) yang menyoroti hubungan antara instrumen moneter,

kebijakan fiskal, dan pengendalian inflasi; (3) klaster *capital flows* (merah) yang mengulas *capital flows*, *capital controls*, dan integrasi pasar keuangan Asia; (4) klaster *economic growth* (ungu) yang mengaitkan FDI, keterbukaan keuangan, dan pencapaian SDGs; serta (5) klaster *global shocks* (hijau) yang membahas keterkaitan *capital outflows*, krisis keuangan global, dan pasar modal. Peta ini mengindikasikan bahwa selama satu dekade terakhir, penelitian banyak terpusat pada FDI dan stabilitas makro, sedangkan *portfolio investment* masih jarang diteliti secara mendalam terutama dalam hubungannya dengan transmisi kebijakan moneter di ASEAN-5.

Berdasarkan tren tersebut, terdapat celah penelitian yang jelas, yaitu kurangnya kajian yang secara khusus menguji peran investasi portofolio terhadap pertumbuhan ekonomi dalam kerangka kebijakan moneter di kawasan ASEAN-5. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara instrumen kebijakan moneter (jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga riil, nilai tukar terhadap USD) dan aliran modal investasi asing langsung (FDI) dan investasi portofolio terhadap pertumbuhan ekonomi menggunakan pendekatan ARDL-PMG. Pendekatan ini diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif bagi perumusan kebijakan makroekonomi yang adaptif terhadap ketahanan keuangan domestik dan dinamika pasar keuangan global serta integrasi ekonomi di kawasan ASEAN.

ASEAN merupakan salah satu kawasan dengan pertumbuhan ekonomi paling dinamis di dunia, ditopang oleh integrasi perdagangan, mobilitas modal, serta peningkatan kerja sama regional sejak didirikan pada tahun 1967. Dengan bertambahnya keanggotaan hingga 11 negara, termasuk Timor-Leste sebagai anggota terbaru, ASEAN semakin memperkuat posisinya sebagai blok ekonomi strategis di kawasan Asia Tenggara. Dinamika tersebut mendorong meningkatnya arus investasi, perdagangan intra-kawasan, serta koordinasi kebijakan makroekonomi yang bertujuan menjaga stabilitas dan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Namun, di tengah integrasi tersebut, terdapat perbedaan tingkat pembangunan, struktur ekonomi, dan stabilitas makroekonomi antarnegara anggota. Oleh karena itu, penelitian ini memfokuskan analisis pada lima negara utama, yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Vietnam, dan Thailand, yang

secara kolektif merepresentasikan sebagian besar output ekonomi, populasi, serta arus perdagangan dan investasi di kawasan. Kelima negara ini memiliki variasi struktur ekonomi mulai dari ekonomi berbasis konsumsi domestik hingga manufaktur berorientasi ekspor, sehingga mampu mencerminkan keragaman karakteristik ekonomi ASEAN secara komprehensif.

Pemilihan ASEAN-5 juga didasarkan pada pertimbangan ketersediaan data makroekonomi yang konsisten dan jangka panjang, yang memungkinkan analisis ekonometrika yang lebih *robust*. Dengan kontribusi signifikan terhadap PDB kawasan serta keterlibatan aktif dalam aliran modal asing, ASEAN-5 dinilai telah cukup merepresentasikan dinamika kebijakan moneter, stabilitas harga, nilai tukar, serta investasi asing di kawasan. Oleh karena itu, kajian terhadap negara-negara tersebut diharapkan mampu memberikan gambaran yang relevan dan mendasar mengenai faktor-faktor yang memengaruhi pertumbuhan ekonomi di kawasan ASEAN secara keseluruhan.

Alasan utama tidak memasukkan Singapore dalam penelitian ini bukan karena status keanggotaannya di ASEAN, melainkan karena pertimbangan metodologis dan struktural ekonomi yang sangat berbeda dibandingkan lima negara sampel. Singapura merupakan negara maju dengan GDP per kapita sekitar US\$92.900 dan HDI 0,938 (kategori *very high human development*), sehingga berada pada spektrum pembangunan paling atas di kawasan. Posisi ini menjadikannya sebagai *upper extreme outlier* dalam distribusi data panel ASEAN. Ketika dimasukkan dalam model bersama negara *emerging* seperti Indonesia, Vietnam, Filipina, Thailand, dan Malaysia, perbedaan level pendapatan, kedalaman pasar keuangan, serta struktur produksi akan menciptakan *cross-country heterogeneity* yang sangat tinggi dan berpotensi mengganggu asumsi keseimbangan jangka panjang dalam pendekatan ARDL-PMG.

Secara struktural, ekonomi Singapura berbasis jasa keuangan global, perdagangan internasional, dan *transshipment hub*, bukan lagi ekonomi berbasis pembentukan modal domestik seperti mayoritas negara berkembang ASEAN. Respons variabel seperti M2, inflasi, suku bunga riil, FDI, maupun investasi portofolio terhadap pertumbuhan di Singapura bersifat berbeda secara fundamental. Misalnya, arus investasi portofolio di Singapura mencerminkan aktivitas pasar keuangan yang sangat dalam (*deep capital*

*market*), sementara di negara berkembang lebih merefleksikan pembiayaan pembangunan. Perbedaan tahap pembangunan (*different stage of development effect*) ini dapat menyebabkan bias elastisitas dan membuat koefisien estimasi tidak lagi mencerminkan dinamika negara berkembang.

Selain itu, jika dilihat posisi Singapura berada di ujung atas (*extreme high value*), sementara negara seperti Timor-Leste berada di ujung bawah (*extreme low value*). Penelitian ini secara metodologis mengambil negara pada spektrum tengah (*middle-income emerging economies*) agar nilai mean dan median variabel makroekonomi relatif moderat dan tidak terdistorsi oleh nilai ekstrem. Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Vietnam memiliki karakteristik makro yang lebih sebanding baik dari sisi struktur industri, ketergantungan FDI, dinamika inflasi, maupun stabilitas nilai tukar sehingga model estimasi menjadi lebih *homogen* dan *robust*.

Dengan demikian, pengecualian Singapura didasarkan pada tiga alasan kuat: (1) perbedaan tahap pembangunan yang sangat tajam, (2) risiko bias estimasi akibat outlier ekstrem dalam data panel, dan (3) perbedaan struktur ekonomi yang tidak sebanding dengan negara berkembang ASEAN lainnya. Fokus penelitian ini adalah dinamika pertumbuhan pada kelompok emerging ASEAN, sehingga pemilihan ASEAN-5 lebih konsisten secara teoritis, empiris, dan metodologis.

Penggunaan data panel dengan cakupan deret waktu tahunan dari tahun 1990 hingga 2024 memberikan dasar yang kuat untuk melakukan analisis lintas negara secara empiris dan komprehensif terhadap dinamika pertumbuhan ekonomi dan kebijakan moneter di kawasan tersebut. Rentang waktu yang panjang ini memungkinkan peneliti untuk menangkap pola jangka panjang serta siklus ekonomi global yang berulang, sekaligus mengevaluasi respons ekonomi terhadap berbagai guncangan eksternal dan volatilitas pasar keuangan. Periode ini mencakup peristiwa-peristiwa krusial dalam sejarah ekonomi Asia Tenggara, seperti krisis finansial Asia tahun 1997–1998, krisis keuangan global 2008–2009, dan pandemi COVID-19 pada 2020–2021, yang semuanya berdampak besar terhadap kestabilan makroekonomi dan mobilitas arus modal di negara-negara tersebut. Analisis dalam rentang waktu yang memungkinkan kajian mendalam tentang bagaimana kebijakan moneter dan

aliran modal internasional direspon dan diadaptasi oleh masing-masing negara dalam proses pemulihan ekonomi.

Oleh karena itu, penelitian ini ingin mengungkap bagaimana instrumen kebijakan moneter terutama suku bunga dan stabilitas makroekonomi berinteraksi dengan aliran modal asing dalam mendorong atau menghambat pertumbuhan ekonomi di tengah berbagai guncangan global, seperti krisis keuangan, pandemi, maupun ketidakpastian geopolitik. Didalam tatanan ekonomi global yang semakin kompleks dan terhubung, pemahaman terhadap interaksi antara kebijakan moneter, aliran modal, dan pertumbuhan ekonomi menjadi sangat penting sebagai dasar pengambilan keputusan yang tepat dan berorientasi jangka panjang. Berdasarkan latar belakang masalah tersebut peneliti tertarik melakukan penelitian dengan judul **“Analisis dampak Kebijakan Moneter dan Aliran Modal terhadap Pertumbuhan Ekonomi ASEAN-5”**.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian dari latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya, maka rumusan permasalahan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Bagaimana pengaruh jumlah uang beredar (M2) terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang?
2. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang?
3. Bagaimana pengaruh suku bunga riil terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang?
4. Bagaimana pengaruh nilai tukar pada USD terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang?
5. Bagaimana pengaruh investasi asing langsung (FDI) terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang?
6. Bagaimana pengaruh investasi portofolio terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang?

### **1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian**

Berdasarkan rumusan permasalahan di atas, maka tujuan dan manfaat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

#### **1.3.1 Tujuan**

1. Menganalisis pengaruh jumlah uang beredar (M2) terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
2. Menganalisis pengaruh inflasi terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
3. Menganalisis pengaruh suku bunga riil terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
4. Menganalisis pengaruh nilai tukar terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
5. Menganalisis pengaruh investasi asing langsung (FDI) terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
6. Menganalisis pengaruh investasi portofolio terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5 dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

#### **1.3.2 Manfaat**

Adapun manfaat dari penelitian ini terbagi ke dalam dua kategori utama, yaitu manfaat akademis dan manfaat praktis, sebagai berikut:

##### **1.3.2 Manfaat Akademis**

- a. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap literatur ekonomi makro dan moneter internasional, khususnya dalam memahami pengaruh indikator-indikator seperti jumlah uang beredar (M2), inflasi, suku bunga riil, nilai tukar terhadap USD, investasi asing langsung (FDI), dan investasi portofolio terhadap pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN-5.
- b. Penelitian ini juga diharapkan dapat memperkaya pengembangan teori dan metodologi dalam studi proyeksi pertumbuhan ekonomi jangka panjang, melalui integrasi pendekatan ARDL-PMG untuk hubungan kausal jangka pendek dan jangka panjang.

### 1.3.2 Manfaat Praktis

- a. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan rekomendasi praktis bagi pemerintah, otoritas moneter, dan pembuat kebijakan dalam merumuskan strategi ekonomi yang lebih tepat sasaran, terutama dalam pengendalian inflasi, pengelolaan suku bunga, stabilisasi nilai tukar, serta optimalisasi arus modal asing demi mendukung pertumbuhan ekonomi berkelanjutan.
- b. Bagi penulis, penelitian ini menjadi sarana aktualisasi dalam penerapan teori ekonomi makro dan internasional secara praktis, sekaligus memperdalam pemahaman terhadap dinamika ekonomi kawasan yang terbuka terhadap arus modal global.
- c. Selain itu, penelitian ini juga dapat menjadi sumber pembelajaran dan literatur rujukan bagi mahasiswa dan pembaca umum yang tertarik mendalami keterkaitan antara kebijakan moneter, arus modal asing, dan pertumbuhan ekonomi di negara berkembang, serta diharapkan dapat menjadi bahan referensi untuk penelitian sejenis di masa mendatang.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Tinjauan Teori dan Konsep

##### 2.1.1 Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi dalam analisis makroekonomi modern awalnya dijelaskan melalui *Solow-Swan Growth Model* yang dikembangkan secara terpisah oleh Solow (1956) dan Swan (1956). Model ini menempatkan akumulasi modal fisik, pertumbuhan tenaga kerja, dan kemajuan teknologi sebagai determinan utama pertumbuhan output dalam jangka panjang. Kemajuan teknologi diasumsikan sebagai faktor eksogen yang memungkinkan peningkatan output per kapita secara berkelanjutan. *Total Factor Productivity* (TFP) menjadi kunci utama pertumbuhan jangka panjang, sementara dampak peningkatan tabungan hanya bersifat sementara akibat adanya *diminishing returns to capital*.

Model pertumbuhan Solow-Swan yang diperkenalkan oleh Robert Solow dan Trevor Swan pada tahun 1956 merupakan kerangka teoritis dalam ekonomi makro yang menjelaskan mekanisme pertumbuhan output suatu negara berdasarkan peran akumulasi modal, pertumbuhan tenaga kerja, dan kemajuan teknologi. Model ini menggunakan fungsi produksi agregat berjenis *Cobb-Douglas* yang umum dinyatakan sebagai  $Y = A(t)K^a L^{1-a}$ , di mana  $Y$  adalah output total,  $K$  adalah modal fisik,  $L$  adalah tenaga kerja, dan  $A(t)$  mencerminkan tingkat teknologi yang berubah secara eksogen dari waktu ke waktu. Proses pertumbuhan dalam model ini dimulai dengan peningkatan modal fisik melalui akumulasi tabungan dan investasi, serta penambahan tenaga kerja yang terjadi seiring dengan pertumbuhan populasi. Kedua faktor ini mendorong peningkatan output, tetapi dengan adanya asumsi *diminishing returns to capital*, yaitu bahwa tambahan unit modal akan menghasilkan tambahan output yang semakin kecil jika tenaga kerja tidak berubah, maka pertumbuhan output per kapita tidak dapat meningkat secara terus-menerus hanya dengan menambah modal (Romer, 1996).

Dalam jangka panjang, perekonomian akan bergerak menuju suatu kondisi keseimbangan yang disebut *steady state*, yakni suatu titik di mana modal per pekerja dan output per pekerja mencapai tingkat yang stabil karena

akumulasi modal hanya cukup untuk menutupi depresiasi dan memenuhi kebutuhan modal akibat penambahan tenaga kerja. Pada kondisi *steady state* ini, meskipun output total dapat terus bertumbuh seiring pertumbuhan penduduk dan teknologi, output per kapita akan tetap konstan jika tidak ada pertumbuhan teknologi. Pertumbuhan jangka panjang output per kapita hanya dimungkinkan jika terdapat kemajuan teknologi yang bersifat eksogen dan terus berkembang dari waktu ke waktu (Romer, 1996).

Model pertumbuhan Solow menekankan bahwa pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan membutuhkan kemajuan teknologi sebagai faktor eksogen. Model ini membedakan antara pertumbuhan jangka pendek yang dipengaruhi oleh akumulasi faktor produksi dan pertumbuhan jangka panjang yang bergantung pada peningkatan efisiensi dan inovasi teknologi. Sehingga menjadi dasar bagi lahirnya model pertumbuhan endogen yang menempatkan teknologi dan modal manusia sebagai elemen internal dalam proses pertumbuhan ekonomi.

Menurut Perkins et al. (2013), pertumbuhan ekonomi ditentukan oleh dua proses utama, yaitu peningkatan jumlah input produksi seperti tenaga kerja dan modal, serta peningkatan produktivitas faktor-faktor tersebut yang sebagian besar berasal dari kemajuan teknologi. Peran akumulasi modal dianggap signifikan pada tahap awal pembangunan, namun kontribusinya mengalami penurunan seiring berjalannya waktu akibat adanya diminishing returns terhadap kapital. Dalam jangka panjang, pertumbuhan output per kapita hanya dapat dipertahankan melalui peningkatan produktivitas total faktor, yang bergantung pada kemajuan teknologi.

Pertumbuhan ekonomi menjadi salah satu indikator utama dalam analisis makroekonomi yang merefleksikan peningkatan kapasitas produksi barang dan jasa dalam suatu perekonomian. Isnowati (2014) menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi digunakan untuk menilai kinerja ekonomi dalam jangka waktu tertentu melalui perubahan nilai Produk Domestik Bruto (PDB) riil. Kerangka pembangunan ekonomi dalam pertumbuhan dipandang sebagai proses peningkatan output nasional yang berkesinambungan, mencerminkan efisiensi pemanfaatan sumber daya ekonomi. Munzir et al. (2022) menegaskan bahwa pertumbuhan ekonomi menjadi dasar utama bagi perluasan

kesempatan kerja, peningkatan pendapatan, dan transformasi struktural menuju perekonomian yang lebih produktif.

### **2.1.2 Jumlah Uang Beredar (M2)**

Teori kuantitas uang (*Quantity Theory of Money*) merupakan salah satu dasar dalam pemikiran ekonomi moneter klasik dan modern yang menjelaskan hubungan antara jumlah uang beredar dan tingkat harga dalam suatu perekonomian. Sehingga dirumuskan melalui identitas Fisher:  $MV = PY$ , di mana M adalah jumlah uang beredar, V adalah kecepatan peredaran uang, P adalah tingkat harga, dan Y adalah output riil. Dalam kerangka klasik, diasumsikan bahwa V bersifat konstan dan Y ditentukan secara eksogen oleh kapasitas produksi penuh. Sehingga setiap perubahan dalam M akan berdampak langsung terhadap P, maka peningkatan jumlah uang beredar akan menyebabkan kenaikan tingkat harga tanpa memengaruhi output riil. Teori ini menyiratkan bahwa dalam jangka panjang, uang bersifat netral, yaitu tidak berdampak pada variabel riil (Friedman, 1968).

Pandangan ini diperkuat oleh pendekatan monetaris yang dikembangkan oleh Milton Friedman dan mazhab monetaris pada akhir abad ke-20. *Monetarist Growth Theory*, perubahan jumlah uang beredar memiliki efek terhadap variabel riil dalam jangka pendek melalui pengaruhnya terhadap suku bunga, permintaan agregat, dan ekspektasi. Namun, seiring berjalannya waktu, efek tersebut meredam dan uang kembali menjadi netral dalam jangka menengah dan panjang. Pertumbuhan ekonomi jangka panjang tidak ditentukan oleh faktor moneter, tetapi oleh faktor riil seperti akumulasi modal, pertumbuhan tenaga kerja, dan kemajuan teknologi (Friedman, 1970).

Selain itu, pendekatan monetaris menekankan pentingnya stabilitas jumlah uang beredar dalam menjaga kestabilan ekonomi makro. Fluktuasi tajam dalam jumlah uang beredar dianggap dapat memicu siklus bisnis, inflasi, dan ketidakpastian ekonomi yang berdampak negatif terhadap aktivitas produksi dan investasi. Pengendalian moneter yang stabil dan dapat diprediksi menjadi fokus utama dalam kebijakan ekonomi menurut pandangan monetaris. Dalam makroekonomi belum sepenuhnya stabil atau di negara berkembang, efektivitas transmisi kebijakan moneter mungkin tidak optimal, namun prinsip dasar teori kuantitas uang tetap relevan dalam menjelaskan dinamika harga dan kestabilan makroekonomi (Mishkin, 2007).

Berkembang dari teori klasik tersebut, pendekatan monetaris yang dipelopori oleh Milton Friedman memperluas analisis dengan menggabungkan dinamika jangka pendek dalam sistem moneter. *Monetarist Growth Theory*, perubahan jumlah uang beredar dapat memengaruhi variabel riil melalui jalur seperti suku bunga, permintaan agregat, dan ekspektasi harga. Namun, dalam jangka panjang, uang tetap dianggap netral dan tidak mempengaruhi output riil, sementara pertumbuhan ekonomi ditentukan oleh faktor-faktor struktural seperti akumulasi kapital dan kemajuan teknologi (Friedman, 1970).

Sehingga praktik kebijakan moneter modern, jumlah uang beredar diklasifikasikan dalam beberapa kategori yang berbeda. Menurut George et al. (2018) dan Fisher (1930), klasifikasi tersebut mencakup:

- a. M1 yaitu Uang kartal (uang kertas dan koin) ditambah simpanan giro (*demand deposits*). M1 merupakan uang beredar dengan likuiditas tertinggi yang terdiri atas uang kartal dan simpanan giro yang digunakan langsung untuk transaksi sehari-hari.
- b. M2 yaitu M1 ditambah simpanan berjangka dan deposito tabungan. M2 mencakup M1 ditambah uang kuasi seperti tabungan dan deposito berjangka, sehingga memiliki peran lebih kuat dalam memengaruhi investasi, stabilitas moneter, dan pertumbuhan ekonomi jangka panjang.
- c. M3 yaitu M2 ditambah deposito besar dan instrumen keuangan likuid lainnya, termasuk yang dalam mata uang asing. M3 adalah ukuran uang beredar paling luas yang mencakup M2 serta instrumen keuangan likuid lainnya, sehingga mencerminkan kondisi likuiditas total perekonomian dan digunakan untuk menganalisis stabilitas sistem keuangan secara makro.

Pemilihan M2 (jumlah uang beredar dalam arti luas) dibandingkan M1 atau M3 didasarkan pada pertimbangan teoritis dan empiris bahwa M2 lebih merepresentasikan likuiditas yang benar-benar berperan dalam aktivitas ekonomi riil. M1 hanya mencakup uang kartal dan giro yang bersifat sangat likuid untuk transaksi jangka pendek, sehingga cenderung mencerminkan kebutuhan transaksi harian dan kurang menggambarkan fungsi intermediasi keuangan. Sementara itu, M3 mencakup instrumen keuangan yang lebih luas dan kurang likuid sehingga dalam banyak kasus kurang stabil serta sensitif terhadap perubahan regulasi keuangan.

Klasifikasi ini memberikan gambaran mengenai likuiditas sistem keuangan dan alat ukur moneter yang digunakan oleh otoritas kebijakan.

Selain kerangka teoritis tersebut, mekanisme transmisi kebijakan moneter memainkan peran penting dalam menjelaskan bagaimana kebijakan bank sentral memengaruhi sektor riil. Menurut Kuttner (2002) mengidentifikasi beberapa saluran utama dalam transmisi moneter, yaitu:

- a. Saluran suku bunga (*interest rate channel*), di mana perubahan suku bunga kebijakan berdampak pada biaya pinjaman dan investasi.
- b. Saluran kredit (*credit channel* atau *bank lending channel*), yang menekankan pentingnya akses perbankan terhadap pendanaan.
- c. Saluran nilai tukar (*exchange rate channel*), yang memengaruhi ekspor dan impor melalui fluktuasi kurs.
- d. Saluran monetaris, yang menghubungkan langsung perubahan jumlah uang beredar dengan permintaan agregat.

Konsep uang beredar memiliki kedudukan penting dalam kerangka kebijakan moneter klasik maupun modern. Perkins et al. (2013) menjelaskan bahwa uang beredar mencerminkan total aset likuid dalam sistem keuangan yang dapat digunakan sebagai alat transaksi. Perkembangan historis pada awalnya didefinisikan secara sempit sebagai M1, yaitu mata uang yang beredar di luar sistem perbankan dan simpanan giro. Seiring meningkatnya penggunaan instrumen keuangan lain yang dinilai cukup likuid, definisi tersebut diperluas menjadi M2, yang mencakup M1 serta deposito berjangka dan tabungan. Kategori M2 dianggap lebih merefleksikan fungsi likuiditas uang dalam aktivitas ekonomi modern.

Jumlah uang beredar atau *money supply* merujuk pada total uang yang tersedia dalam suatu perekonomian untuk digunakan dalam transaksi ekonomi. Sistem uang komoditas, jumlah uang beredar ditentukan oleh jumlah komoditas yang berfungsi sebagai alat tukar, seperti emas atau perak. Dalam sistem moneter modern yang berbasis fiat, pemerintah dan otoritas moneter memiliki peran langsung dalam mengatur volume uang yang beredar melalui instrumen kebijakan seperti operasi pasar terbuka, suku bunga, dan persyaratan cadangan minimum (Mankiw, 2006).

Jumlah uang beredar merupakan total nilai uang yang beredar dalam perekonomian pada suatu periode tertentu, yang mencakup uang kartal dan

uang giral. Uang kartal terdiri dari uang logam dan uang kertas yang diterbitkan oleh bank sentral sebagai alat pembayaran yang sah (Hasolan, 2014). Sementara itu, uang giral mencakup alat pembayaran berupa simpanan di bank umum yang dapat digunakan sewaktu-waktu, seperti cek, bilyet giro, kartu kredit, dan *traveller's cheque* (Kasmir, 2014). Kedua komponen ini membentuk indikator moneter penting dalam mengukur likuiditas dalam sistem keuangan.

### 2.1.3 Inflasi

*Endogenous Growth Theory*, yang dikembangkan oleh Romer (1990), Lucas (1988), dan Rebelo (1991), merupakan pengembangan dari model pertumbuhan neoklasik yang mengasumsikan bahwa pertumbuhan jangka panjang tidak semata-mata ditentukan oleh faktor-faktor eksternal seperti kemajuan teknologi, tetapi dapat dijelaskan secara endogen dalam sistem ekonomi itu sendiri. Pertumbuhan ekonomi berkelanjutan dapat dicapai melalui akumulasi modal manusia, inovasi, dan peningkatan produktivitas yang didorong oleh investasi pada penelitian dan pengembangan (R&D), pendidikan, dan institusi. Romer (1990) menyatakan bahwa pengetahuan bersifat non-rival dan menghasilkan efek limpahan (*spillover effects*) yang memperkuat produktivitas agregat dalam jangka panjang. Inflasi yang tinggi dan tidak stabil dapat berdampak negatif terhadap pertumbuhan dengan mengganggu insentif untuk berinvestasi dalam aktivitas produktif seperti R&D dan *human capital*. Selain itu, Lucas (1988) menunjukkan bahwa akumulasi *human capital* merupakan faktor utama pertumbuhan, sehingga distorsi harga yang disebabkan oleh inflasi dapat menurunkan efisiensi alokasi sumber daya dan menghambat peningkatan produktivitas total faktor (TFP). Dengan demikian, *Endogenous Growth Theory* menekankan pentingnya stabilitas makroekonomi, termasuk kestabilan inflasi, sebagai prasyarat untuk menciptakan lingkungan yang kondusif bagi pertumbuhan jangka panjang yang berkelanjutan.

*New Keynesian Framework*, sebagaimana dikembangkan oleh Clarida et al. (1999), merupakan sintesis dari pendekatan makroekonomi *Keynesian* dengan dasar mikroekonomi modern. Model ini menekankan adanya ketidaksempurnaan pasar, seperti kekakuan harga (*price stickiness*) dan upah (*wage rigidity*), yang menyebabkan output dan inflasi tidak serta-merta

menyesuaikan secara cepat terhadap guncangan ekonomi. Dalam kerangka ini, kebijakan moneter memainkan peran kunci dalam menjaga stabilitas makroekonomi. Ketika bank sentral tidak memiliki kredibilitas atau gagal mengelola ekspektasi inflasi secara efektif, maka inflasi cenderung tinggi dan bergejolak, yang pada akhirnya menciptakan ketidakpastian dalam keputusan konsumsi dan investasi pelaku ekonomi. Clarida et al. (1999) menekankan pentingnya kebijakan moneter yang *forward-looking* dan berbasis aturan (*rule-based*), seperti *Taylor Rule*, untuk mengarahkan ekspektasi pasar dan menjaga stabilitas harga. Inflasi yang tidak terkendali dalam jangka panjang dapat menyebabkan fluktuasi output yang lebih besar, mengurangi efisiensi ekonomi, dan pada akhirnya menurunkan tingkat pertumbuhan potensial. Sehingga dalam perspektif *New Keynesian*, stabilitas inflasi menjadi dasar utama bagi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Inflasi juga dapat diartikan sebagai gejala ekonomi makro yang mencerminkan kenaikan harga umum barang dan jasa secara terus-menerus dalam suatu periode. Menurut Samuelson (2004), inflasi didefinisikan sebagai peningkatan rata-rata tertimbang dari harga barang dan jasa dalam perekonomian. Secara teoritis, inflasi timbul akibat tekanan permintaan agregat yang melebihi kapasitas produksi. Nopirin (2000) mengidentifikasi tiga efek utama dari inflasi, yaitu *equity effect* yang menyebabkan distorsi distribusi pendapatan, *efficiency effect* yang mengganggu alokasi optimal sumber daya, serta *output effect* yang memengaruhi total produksi nasional. Inflasi yang tinggi sering kali menunjukkan ketidakseimbangan dalam pengelolaan kebijakan ekonomi. Greene (2001) menyatakan bahwa inflasi ekstrem seperti hiperinflasi dapat merosotkan nilai riil uang dan mengacaukan sistem transaksi moneter. Pengukuran inflasi umumnya menggunakan *consumer price indeks* (CPI) dan *Producer Price Index* (PPI), yang merepresentasikan perubahan harga agregat dari waktu ke waktu.

Pertumbuhan output dan stabilitas harga merupakan dua sasaran utama kebijakan makroekonomi dalam sistem ekonomi modern. Output mengacu pada total nilai barang dan jasa yang diproduksi dalam suatu perekonomian melalui berbagai aktivitas sektor produksi, konsumsi, investasi, ekspor, dan impor. Setiap sektor memberikan kontribusi terhadap pembentukan produk domestik bruto, dan variasi antar sektor mencerminkan

struktur ekonomi nasional. Menurut Abdurrohman et al. (2023), kebijakan makroekonomi secara umum diarahkan untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dengan menjaga kestabilan harga sebagai landasan bagi keseimbangan makroekonomi.

Dalam perspektif agregat umum, inflasi dijelaskan melalui kerangka *Aggregate Demand–Aggregate Supply* (AD–AS) yang dipopulerkan dalam ekonomi makro modern oleh John Maynard Keynes. Dalam kerangka ini, inflasi terjadi akibat ketidakseimbangan antara permintaan agregat dan penawaran agregat dalam perekonomian. *Demand-pull inflation* muncul ketika permintaan agregat yang didorong oleh konsumsi rumah tangga, investasi, belanja pemerintah, maupun ekspor meningkat lebih cepat daripada kapasitas produksi, sehingga “menarik” harga ke tingkat yang lebih tinggi. Sebaliknya, *cost-push inflation* terjadi dari sisi penawaran ketika kenaikan biaya produksi, seperti upah tenaga kerja, harga energi, atau bahan baku impor, mendorong produsen menaikkan harga untuk menjaga margin keuntungan. Dengan demikian, inflasi agregat umum merefleksikan interaksi simultan antara tekanan permintaan (sisi konsumsi) dan tekanan biaya (sisi *supply*), sehingga relevan digunakan dalam penelitian makro lintas negara karena mampu menangkap dinamika harga secara menyeluruh dalam perekonomian.

#### **2.1.4 Suku Bunga Riil**

Suku bunga riil merupakan salah satu variabel fundamental dalam teori makroekonomi karena menentukan alokasi sumber daya antarsektor dan antarwaktu. *Loanable Funds Theory* yang berasal dari tradisi ekonomi klasik dan dikembangkan lebih lanjut oleh Knut Wicksell (1898), tingkat suku bunga ditentukan oleh keseimbangan antara penawaran tabungan dan permintaan investasi. Ketika suku bunga berada di bawah tingkat alami (*natural rate of interest*), maka permintaan investasi akan melebihi tabungan yang tersedia, menyebabkan tekanan inflasi akibat ekspansi kredit. Sebaliknya, suku bunga yang berada di atas tingkat alami akan menekan investasi dan mengarah pada kontraksi ekonomi.

Teori pertumbuhan endogen (*Endogenous Growth Theory*) muncul sebagai kritik terhadap model pertumbuhan neoklasik yang mengasumsikan kemajuan teknologi sebagai faktor eksogen. Suku bunga riil memainkan peran penting karena secara langsung memengaruhi insentif pelaku ekonomi untuk

melakukan investasi jangka panjang. Suku bunga riil yang rendah dapat merangsang investasi pada sektor-sektor produktif, seperti pendidikan, teknologi, dan inovasi, yang kemudian meningkatkan *total factor productivity* (TFP). Romer (1990) menekankan bahwa pengetahuan bersifat non-rival dan menghasilkan efek limpahan (*spillover effects*), sehingga mendorong pertumbuhan yang bersifat kumulatif dan berkelanjutan. Melalui mekanisme pengaruh terhadap biaya modal dan preferensi intertemporal, kebijakan suku bunga yang kondusif menjadi salah satu kunci dalam menciptakan lingkungan pertumbuhan ekonomi jangka panjang yang stabil dan produktif.

Kerangka *New Keynesian* modern menempatkan kebijakan moneter sebagai instrumen kunci dalam menjaga stabilitas makroekonomi, dengan fokus pada pengaruh suku bunga riil terhadap output dan inflasi. Clarida et al. (1999) membangun model dinamis stokastik umum (*Dynamic Stochastic General Equilibrium* (DSGE) yang menggabungkan friksi harga (seperti *sticky prices*) dan harapan rasional. Bank sentral memainkan peran utama dengan menetapkan suku bunga nominal berdasarkan aturan kebijakan seperti (*Taylor Rule*) yang mempertimbangkan deviasi inflasi dari target dan output dari potensi. Suku bunga riil yang dihasilkan dari kebijakan ini memengaruhi permintaan agregat melalui pengaruhnya terhadap konsumsi dan investasi. Penekanan utama dalam kerangka ini adalah pentingnya *kredibilitas* dan *konsistensi* kebijakan moneter untuk mengelola ekspektasi inflasi publik secara efektif. Ketika kebijakan suku bunga dilakukan secara antisipatif dan transparan, ekspektasi inflasi dapat ditambatkan (*anchored*) di mana pelaku ekonomi tetap berpegang pada target atau nilai referensi tertentu sehingga perilaku konsumsi, investasi, dan penetapan harga menjadi lebih stabil, sehingga menstabilkan harga dan menciptakan kondisi makroekonomi yang mendukung pertumbuhan jangka panjang (Clarida et al., 1999). Dengan demikian, stabilitas harga melalui kebijakan suku bunga yang kredibel merupakan fondasi penting dalam kerangka *New Keynesian* untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Efektivitas transmisi suku bunga sebagai instrumen kebijakan moneter sangat dipengaruhi oleh struktur dan kedalaman sistem keuangan. Mekanisme transmisi suku bunga bekerja melalui pengaruhnya terhadap biaya pinjaman, ekspektasi inflasi, serta preferensi konsumsi dan investasi. Mishkin (2007)

menjelaskan bahwa suku bunga riil mencerminkan *stance* kebijakan moneter dan memainkan peran penting dalam memengaruhi arus modal, stabilitas harga, serta keputusan ekonomi domestik.

Dalam kerangka klasik, tingkat suku bunga ditentukan oleh keseimbangan antara tabungan dan investasi. *Loanable Funds Theory* menyatakan bahwa suku bunga merupakan hasil interaksi antara penawaran tabungan dan permintaan modal. Anwar et al. (2019) menegaskan bahwa semakin tinggi suku bunga, semakin besar insentif individu untuk menabung karena meningkatnya pengembalian dari simpanan. Sebaliknya, suku bunga yang lebih rendah meningkatkan preferensi konsumsi dibandingkan tabungan dan mendorong permintaan investasi melalui biaya modal yang lebih murah.

Suku bunga riil merupakan suku bunga yang menyesuaikan suku bunga nominal terhadap dampak inflasi dengan tujuan agar diketahui seberapa cepat daya beli rekening seseorang akan naik sepanjang waktu. Suku bunga riil adalah suku bunga nominal dikurangi laju inflasi (Mankiw, 2006).

Suku bunga juga dapat diartikan sebagai instrumen moneter utama yang digunakan oleh bank sentral dalam memengaruhi aktivitas ekonomi melalui kebijakan suku bunga acuan. Mekanisme transmisi kebijakan moneter dijelaskan sebagai proses di mana perubahan suku bunga memengaruhi perilaku lembaga keuangan, rumah tangga, dan sektor riil, terutama melalui saluran kredit dan permintaan agregat (Osabohien et al., 2020). Transmisi ini juga dapat melibatkan fluktuasi nilai tukar yang berpotensi meningkatkan premi risiko dan ketidakstabilan di pasar keuangan (Chatziantoniou et al., 2021).

### **2.1.5 Nilai tukar terhadap USD**

Nilai tukar merupakan variabel penting dalam kerangka ekonomi terbuka karena berperan sebagai mekanisme penyeimbang antara sektor eksternal dan domestik. *Mundell-Fleming Model* yang dikembangkan oleh Fleming (1962) dan Mundell (1963), nilai tukar dianalisis dalam konteks mobilitas modal internasional dan efektivitas kebijakan makro. Model ini menjelaskan bahwa dalam sistem nilai tukar mengambang, kebijakan moneter ekspansif cenderung menyebabkan depresiasi nilai tukar, yang pada gilirannya dapat meningkatkan ekspor neto dan output melalui efek harga relatif antarnegara. Sebaliknya, di bawah rezim nilai tukar tetap, efektivitas kebijakan

moneter menjadi terbatas karena intervensi pasar diperlukan untuk mempertahankan nilai tukar.

Dalam horizon jangka panjang, *Purchasing Power Parity* (PPP) menjadi teori utama yang menjelaskan penentuan nilai tukar berdasarkan perbedaan tingkat harga antarnegara. Teori ini diperkenalkan oleh Cassel (1920), yang menyatakan bahwa nilai tukar akan menyesuaikan agar daya beli mata uang tetap setara lintas negara. Satu unit mata uang dapat membeli jumlah barang yang sama di mana pun, sedangkan dalam versi relatif, perubahan nilai tukar ditentukan oleh selisih inflasi antarnegara. Meskipun secara teoritis *Purchasing Power Parity* (PPP) menyediakan dasar untuk menentukan nilai tukar fundamental, dalam praktiknya, validitas jangka pendek teori ini sering dipengaruhi oleh friksi pasar, biaya transaksi, serta rigiditas harga dan upah (Taylor, 2004).

Ketidakstabilan nilai tukar menciptakan risiko nilai tukar (*exchange rate risk*), yang dapat berdampak pada pendapatan perusahaan, biaya impor, serta keputusan investasi. Bartram (2012) menyatakan bahwa volatilitas kurs meningkatkan ketidakpastian ekonomi, sehingga mengganggu efisiensi alokasi sumber daya dan perencanaan keuangan jangka panjang. Teori risiko valas, perusahaan yang terlibat dalam perdagangan internasional menghadapi *exposure* terhadap perubahan nilai tukar, baik secara transaksi maupun operasional, yang dapat menimbulkan kerugian jika tidak dikelola secara tepat melalui instrumen lindung nilai atau strategi pembiayaan multivaluta.

Perusahaan eksportir memiliki eksposur tinggi terhadap pergerakan nilai tukar karena sebagian besar transaksi internasional dilakukan dalam mata uang asing, terutama dolar Amerika Serikat (USD) dan euro. Volatilitas nilai tukar menciptakan risiko terhadap kestabilan pendapatan dan biaya produksi, yang pada gilirannya memengaruhi efisiensi operasional dan keputusan investasi. Kogid et al. (2012) menekankan bahwa fluktuasi nilai tukar dapat mengubah nilai pendapatan ekspor secara signifikan dalam satuan mata uang domestik, serta meningkatkan ketidakpastian dalam perencanaan keuangan dan strategi jangka panjang perusahaan. Kerangka teori risiko nilai tukar, eksposur ini mencerminkan hubungan langsung antara fluktuasi pasar valuta asing dan performa perusahaan yang berorientasi ekspor.

### 2.1.6 Investasi Asing Langsung (FDI)

Investasi Asing Langsung (FDI) berperan dalam proses pertumbuhan ekonomi melalui jalur akumulasi modal, peningkatan produktivitas, serta transfer teknologi dan keahlian manajerial. *Neoclassical Growth Model* yang dikembangkan oleh Solow (1956), pertumbuhan ekonomi jangka panjang ditentukan oleh akumulasi modal fisik, tenaga kerja, dan kemajuan teknologi sebagai faktor eksogen. Investasi asing langsung dipandang sebagai sumber tambahan akumulasi modal yang dapat meningkatkan output per kapita, terutama pada negara dengan keterbatasan tabungan domestik. Namun, karena model ini mengasumsikan adanya *diminishing returns to capital*, kontribusi FDI dianggap tidak berkelanjutan tanpa peningkatan produktivitas.

Sebagai perluasan dari pendekatan tersebut, *Endogenous Growth Theory* menempatkan akumulasi modal manusia, inovasi, dan kemajuan teknologi sebagai faktor internal dalam proses pertumbuhan. Romer (1986, 1990) dan Lucas (1988) menjelaskan bahwa pertumbuhan dapat terus berlangsung apabila terdapat mekanisme yang mendorong difusi pengetahuan dan pembelajaran berkelanjutan. Investasi asing langsung (FDI) tidak hanya berfungsi sebagai alat pendanaan, tetapi juga sebagai saluran *spillover* teknologi dan penguatan kapasitas sumber daya manusia, yang memungkinkan terciptanya pertumbuhan produktif yang bersifat endogen.

Menurut Borensztein, De Gregorio, dan Lee (1998) menunjukkan bahwa investasi asing langsung (FDI) memiliki dampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi di negara berkembang, dengan catatan bahwa negara tersebut memiliki tingkat pendidikan dan kapasitas institusional yang memadai. Hal ini menegaskan pentingnya *absorptive capacity* dalam memaksimalkan manfaat FDI, karena kemampuan domestik untuk menyerap dan memanfaatkan teknologi asing menentukan seberapa jauh transfer pengetahuan dan produktivitas dapat terjadi secara efektif.

Dalam kerangka *International Capital Mobility Theory*, FDI dipandang sebagai arus modal jangka panjang yang relatif stabil dibandingkan investasi portofolio. Stabilitas ini mencerminkan kepercayaan investor terhadap tata kelola ekonomi, kondisi makroekonomi, serta prospek jangka panjang suatu negara. FDI dalam teori ini juga berperan sebagai sinyal terhadap kredibilitas kebijakan ekonomi dan kapasitas struktural negara penerima modal.

Model pertumbuhan neoklasik dan model pertumbuhan endogen menjadi dua kerangka teoritis utama yang menjelaskan peran investasi asing langsung (FDI) dalam mendorong pertumbuhan ekonomi. Dalam neoklasik yang dikembangkan oleh Solow, FDI dipandang sebagai sumber akumulasi modal yang dapat meningkatkan tabungan dan investasi domestik, sehingga memperkuat pembentukan modal fisik (Alfar et al., 2024). Sementara itu, model pertumbuhan endogen menempatkan FDI sebagai saluran transfer teknologi dan peningkatan keterampilan yang mempercepat pertumbuhan produktivitas melalui efek pembelajaran dan difusi pengetahuan.

Konsep investasi dalam literatur ekonomi dijelaskan sebagai penanaman modal pada aset tertentu dalam jangka waktu panjang untuk memperoleh keuntungan di masa depan (Tandelilin, 2017). Pelaku investasi dibedakan menjadi investor individual dan investor institusional, di mana yang terakhir mencakup entitas seperti perusahaan asuransi, lembaga dana pensiun, bank, serta lembaga keuangan lainnya.

Dari teori pertumbuhan Harrod-Domar, investasi dianggap sebagai faktor kunci untuk mendorong akumulasi stok modal dan mempercepat pertumbuhan output nasional. Pentingnya rasio tabungan dan produktivitas modal dalam menentukan laju pertumbuhan ekonomi (Todaro, 2004).

Arus sumber daya keuangan internasional dapat diklasifikasikan menjadi dua bentuk utama, yaitu investasi asing langsung (FDI) dan investasi portofolio. investasi asing langsung umumnya dilakukan oleh perusahaan multinasional yang mendirikan atau memperluas kegiatan usahanya di negara lain dengan tujuan mengendalikan operasional secara langsung (Todaro, 2006). Dalam praktiknya, FDI juga mencakup pembentukan anak perusahaan, akuisisi, atau *joint venture* dengan entitas lokal. Sementara itu, investasi portofolio mencerminkan kepemilikan aset keuangan lintas negara, seperti saham dan obligasi, tanpa keterlibatan langsung dalam manajemen perusahaan yang diinvestasikan. (Krugman, 2004)

FDI memiliki karakteristik yang lebih stabil dibandingkan arus modal portofolio karena terikat pada kegiatan produktif jangka panjang, serta berpotensi memberikan manfaat struktural kepada negara penerima melalui transfer teknologi, peningkatan keterampilan tenaga kerja, dan penguatan rantai pasok domestik (Winantyo et al., 2008). Berdasarkan definisi dari *United*

*Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD, 2023), FDI merupakan bentuk investasi lintas negara yang dimaksudkan untuk memperoleh kepemilikan yang cukup guna mengendalikan aktivitas perusahaan di negara tujuan.

Menurut Krugman (1994), investasi asing langsung ialah arus modal internasional dimana perusahaan dari suatu negara mendirikan atau memperluas usahanya di negara lain. Ciri yang menonjol dari penanaman modal asing langsung adalah melibatkan bukan hanya pemindahan sumber daya tetapi juga pemberlakuan pengendalian (*control*). Ketika cabang atau anak perusahaan tidak hanya memiliki kewajiban finansial kepada induk perusahaannya, namun merupakan bagian dari struktur organisasi yang sama.

#### **2.1.7 Investasi Portofolio**

Investasi Portofolio merupakan salah satu bentuk arus modal internasional yang terdiri atas kepemilikan instrumen keuangan seperti saham dan obligasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang, oleh investor asing. *Theory of Capital Flows*, investasi portofolio dapat dijelaskan sebagai respons terhadap perbedaan imbal hasil antarnegara, terutama yang dipengaruhi oleh tingkat suku bunga riil dan ekspektasi nilai tukar (Rogoff, 1996). Didalam mobilitas modal terjadi karena investor global mencari keuntungan optimal dengan mempertimbangkan stabilitas ekonomi, risiko nilai tukar, dan kredibilitas kebijakan suatu negara (Obstfeld 1996).

Pergerakan investasi portofolio juga dijelaskan dalam kerangka *Interest Rate Parity* (IRP), baik dalam bentuk *covered* maupun *uncovered*. Prinsip *uncovered interest rate parity* menyatakan bahwa selisih suku bunga antarnegara akan diimbangi oleh ekspektasi apresiasi atau depresiasi nilai tukar, sehingga tidak terdapat peluang *arbitrase* dalam pasar keuangan yang efisien (Dornbusch, 1976). Kondisi pasar modal yang sempurna dan mobilitas modal tinggi, IRP menunjukkan bahwa investasi portofolio sangat sensitif terhadap fluktuasi kebijakan moneter dan perubahan ekspektasi nilai tukar.

Investasi portofolio menjadi bentuk aliran modal asing yang dicirikan oleh sifatnya yang sangat likuid, spekulatif, dan mudah dibalikkan. Tidak seperti investasi asing langsung (FDI) yang cenderung stabil dan berjangka panjang, investasi portofolio memiliki mobilitas tinggi dalam jangka pendek dan

sangat responsif terhadap perubahan ekspektasi pasar. Calvo (1998) serta mengemukakan bahwa sifat likuid dan reversibel dari investasi portofolio dapat memicu fenomena *sudden stop*, yaitu keluarnya modal secara tiba-tiba akibat ketidakpastian atau perubahan kebijakan ekonomi, yang dapat menimbulkan tekanan pada nilai tukar, lonjakan suku bunga, dan instabilitas makroekonomi (Rogoff, (2004).

Teori arus modal modern menunjukkan bahwa meskipun arus investasi portofolio dapat memperluas akses pembiayaan, memperkuat likuiditas pasar keuangan, dan menurunkan biaya modal, sifat volatilitasnya menjadi sumber kerentanan sistemik. Ketika konsep kebijakan makroekonomi terbuka, stabilitas arus modal portofolio menjadi perhatian penting dalam perumusan strategi kebijakan moneter dan pengelolaan risiko eksternal.

Dalam mengambil keputusan investasi, investor perlu memahami hubungan antara imbal hasil (*return*) dan risiko. Kedua aspek ini memiliki hubungan searah, di mana semakin tinggi tingkat imbal hasil yang diharapkan, maka semakin tinggi pula risiko yang harus ditanggung. Sehingga, toleransi terhadap risiko memiliki peran penting dalam pemilihan investasi portofolio dan pencapaian tujuan keuangan. Toleransi risiko merujuk pada sikap atau kecenderungan investor dalam menerima tingkat risiko tertentu. Penelitian ini merujuk pada studi yang dilakukan oleh Chavali (2016).

## **2.2 Hubungan Antar Variabel**

### **2.2.1 Hubungan Jumlah Uang Beredar (M2) dan Pertumbuhan Ekonomi**

Hubungan jumlah uang beredar (M2) terhadap pertumbuhan ekonomi dapat dijelaskan melalui peran likuiditas dalam mendorong aktivitas sektor riil. Dalam kerangka *Quantity Theory of Money* yang dikemukakan oleh Irving Fisher, peningkatan uang beredar dapat mendorong kenaikan output ketika kecepatan peredaran uang relatif stabil dan kapasitas produksi belum sepenuhnya dimanfaatkan. Sejalan dengan itu, pandangan monetaris dari Milton Friedman menekankan bahwa pertumbuhan uang memperluas kemampuan intermediasi perbankan sehingga meningkatkan penyaluran kredit, investasi, dan ekspansi usaha. Dalam perspektif Keynesian, peningkatan M2 juga dapat menurunkan suku bunga, mendorong investasi dan konsumsi, serta memperkuat permintaan agregat, sehingga secara keseluruhan M2 berhubungan positif dengan pertumbuhan ekonomi terutama

ketika mekanisme transmisi moneter berjalan efektif dan sektor riil responsif terhadap peningkatan likuiditas.

Teori jumlah uang beredar (Quantity Theory of Money) yang dirumuskan dalam persamaan  $MV = PY$  menegaskan bahwa perubahan jumlah uang beredar memiliki implikasi langsung terhadap tingkat harga dan output dalam perekonomian. Dalam perspektif jangka panjang, uang dianggap bersifat netral karena kenaikan jumlah uang beredar hanya akan meningkatkan tingkat harga (*price level*) tanpa memengaruhi output riil. Artinya, pertumbuhan ekonomi jangka panjang pada dasarnya ditentukan oleh faktor-faktor riil seperti akumulasi kapital, tenaga kerja, dan kemajuan teknologi. Namun, dalam jangka pendek, pandangan monetaris yang dipelopori Friedman menunjukkan bahwa perubahan jumlah uang beredar tidak sepenuhnya netral. Peningkatan likuiditas dalam perekonomian dapat mendorong permintaan agregat, menurunkan suku bunga, dan memengaruhi ekspektasi pelaku ekonomi.

### **2.2.2 Hubungan Inflasi dan Pertumbuhan Ekonomi**

Inflasi dan pertumbuhan ekonomi memiliki hubungan yang dinamis dan bergantung pada kondisi makroekonomi suatu negara. Dalam jangka pendek, inflasi yang terkendali dapat mencerminkan meningkatnya permintaan agregat dan aktivitas ekonomi yang sehat, sehingga mendorong pertumbuhan ekonomi. Inflasi yang terlalu tinggi atau terlalu rendah justru dapat menciptakan ketidakpastian harga, menurunkan daya beli masyarakat, serta mengganggu perencanaan bisnis dan investasi.

Dalam jangka panjang, stabilitas harga menjadi faktor penting bagi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Inflasi yang tinggi dan fluktuatif dapat mengganggu alokasi sumber daya, menurunkan efisiensi ekonomi, serta memperlemah insentif untuk menabung dan berinvestasi. Sebaliknya, inflasi yang rendah dan stabil menciptakan iklim usaha yang kondusif dan memperkuat kepercayaan pasar. Keseimbangan antara pertumbuhan ekonomi dan pengendalian inflasi menjadi kunci dalam perumusan kebijakan makroekonomi yang efektif.

### **2.2.3 Hubungan Suku bunga riil dan Pertumbuhan Ekonomi**

Suku bunga riil memiliki peran penting dalam memengaruhi aktivitas ekonomi melalui saluran konsumsi dan investasi. Ketika suku bunga riil berada pada tingkat yang moderat dan stabil, hal ini dapat mendorong pengambilan kredit untuk pembiayaan usaha dan konsumsi rumah tangga, sehingga meningkatkan permintaan agregat dan mendorong pertumbuhan ekonomi. Sebaliknya, suku bunga yang terlalu tinggi dapat menahan ekspansi investasi dan memperlambat pertumbuhan karena meningkatnya biaya pinjaman, sedangkan suku bunga yang terlalu rendah berisiko mendorong perilaku spekulatif dan inefisiensi alokasi modal.

Hubungan antara suku bunga riil dan pertumbuhan ekonomi juga mencerminkan kondisi makroekonomi dan efektivitas kebijakan moneter. Suku bunga yang dikelola dengan baik dapat menjaga keseimbangan antara stabilitas harga dan stimulus pertumbuhan, sedangkan fluktuasi suku bunga yang tidak terkelola dengan tepat dapat memicu ketidakpastian dan menghambat perencanaan ekonomi. Kebijakan suku bunga perlu mempertimbangkan dinamika permintaan domestik, inflasi, dan ekspektasi pasar agar dapat mendukung pertumbuhan yang berkelanjutan.

### **2.2.4 Hubungan Nilai tukar terhadap USD dan Pertumbuhan Ekonomi**

Nilai tukar terhadap USD memiliki kaitan yang kuat terhadap pertumbuhan ekonomi, terutama dalam kerangka ekonomi terbuka. Perubahan nilai tukar dapat memengaruhi daya saing ekspor, harga impor, serta arus modal internasional. Depresiasi nilai tukar umumnya meningkatkan daya saing produk domestik di pasar internasional, yang dapat mendorong peningkatan ekspor dan memberikan stimulus terhadap pertumbuhan ekonomi. Depresiasi juga dapat menyebabkan kenaikan harga impor, yang berdampak pada biaya produksi dan tekanan inflasi.

Fluktuasi nilai tukar yang tajam dan tidak terduga dapat menciptakan ketidakpastian dalam aktivitas perdagangan dan investasi. Ketidakstabilan nilai tukar dapat melemahkan kepercayaan investor, meningkatkan risiko nilai tukar bagi pelaku usaha, serta mempersulit perencanaan ekonomi jangka panjang. Sehingga stabilitas nilai tukar menjadi faktor penting dalam mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan, karena memengaruhi

arus perdagangan, investasi asing, dan stabilitas makroekonomi secara keseluruhan.

#### **2.2.5 Hubungan Investasi Asing Lansung (FDI) dan Pertumbuhan Ekonomi**

Investasi asing langsung (FDI) memiliki hubungan erat dengan pertumbuhan ekonomi, terutama dalam hal peningkatan akumulasi modal dan produktivitas. FDI berkontribusi pada peningkatan kapasitas produksi melalui pembangunan infrastruktur, pengadaan teknologi baru, dan penciptaan lapangan kerja. Selain itu, masuknya investasi asing dapat memperluas akses pasar dan meningkatkan efisiensi industri domestik melalui persaingan dan kolaborasi teknologi. Hal ini secara umum berdampak positif terhadap output nasional dan pertumbuhan ekonomi, terutama di negara-negara dengan kelemahan pada pembiayaan domestik.

Di sisi lain, kontribusi FDI terhadap pertumbuhan ekonomi sangat bergantung pada kemampuan negara penerima dalam menyerap manfaatnya. Faktor seperti kualitas pendidikan, kapasitas institusi, dan stabilitas makroekonomi memainkan peran penting dalam memaksimalkan efek positif dari FDI. Jika kondisi tersebut tidak terpenuhi, potensi manfaat dari transfer teknologi, peningkatan manajemen, dan integrasi ekonomi global menjadi kurang optimal. Maka FDI dapat menjadi pendorong utama pertumbuhan ekonomi apabila didukung oleh struktur ekonomi dan kelembagaan yang memadai.

#### **2.2.6 Hubungan Investasi Portofolio dan Pertumbuhan Ekonomi**

Investasi Portofolio memiliki peran penting dalam mendukung pertumbuhan ekonomi melalui penyediaan pembiayaan jangka pendek yang dapat memperluas likuiditas pasar dan memperkuat fungsi intermediasi keuangan. Arus masuk investasi ini umumnya terjadi karena daya tarik imbal hasil di suatu negara, yang dapat menurunkan biaya modal dan meningkatkan kapasitas sektor keuangan untuk menyalurkan dana ke kegiatan produktif. Dengan demikian, keberadaan investasi portofolio dapat mendorong pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan efisiensi alokasi modal dan akses pembiayaan bagi sektor riil.

Dampak positif investasi portofolio sangat bergantung pada stabilitas makroekonomi dan kredibilitas kebijakan yang dijalankan. Sifatnya yang likuid dan mudah berpindah membuatnya sangat responsif terhadap sentimen pasar

global dan perubahan kebijakan domestik. Ketika kepercayaan investor terganggu, arus keluar modal secara tiba-tiba dapat menimbulkan tekanan terhadap nilai tukar, inflasi, dan kestabilan sistem keuangan. Sehingga pengaruh investasi portofolio terhadap pertumbuhan bersifat dualistic berpotensi mendukung ekspansi ekonomi jika dikelola secara hati-hati, namun juga dapat menimbulkan kerentanan apabila tidak ditopang oleh sistem keuangan dan kebijakan yang solid.

### 2.3 Tinjauan Empiris

Penelitian terdahulu memiliki tujuan untuk mengetahui model penelitian dan hasil-hasil penelitian yang dilakukan pada penelitian terdahulu sehingga dapat digunakan sebagai tolak ukur dalam menganalisis penelitian yang dilakukan.

Studi empiris yang dilakukan oleh Rini Dwi Astuti et al., (2022) dalam penelitian berjudul "*The Impact of Monetary Policy and International Trade on Economic Growth and Inflation in ASEAN-4 Countries*" menganalisis pengaruh kebijakan moneter dan perdagangan internasional terhadap pertumbuhan ekonomi dan inflasi di empat negara ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand. Dengan menggunakan metode analisis data panel dan *Vector Autoregression* (VAR), penelitian ini menyoroti respons dinamis variabel makroekonomi terhadap perubahan instrumen kebijakan, khususnya suku bunga dan aktivitas perdagangan. Hasil *impulse response* menunjukkan bahwa kebijakan moneter melalui suku bunga berdampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek, namun berbalik menjadi positif dalam jangka panjang. Kebijakan moneter ekspansif terbukti mampu mendorong pertumbuhan ekonomi dalam periode pendek, sementara efek sebaliknya muncul pada kebijakan kontraktif. Sebaliknya, perdagangan internasional berkontribusi positif terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek, tetapi menunjukkan dampak negatif dalam jangka panjang. Temuan lainnya mengindikasikan adanya fenomena *price puzzle*, di mana kenaikan suku bunga justru berasosiasi dengan kenaikan inflasi. Selain itu, peningkatan volume ekspor berpengaruh terhadap naiknya permintaan agregat yang kemudian memicu inflasi. Berdasarkan hasil tersebut, penulis menekankan pentingnya koordinasi antara kebijakan

moneter, kebijakan perdagangan, dan kebijakan sektor riil guna meningkatkan efektivitas stabilisasi makroekonomi di kawasan ASEAN-4.

Ljubomir Obradović dan Zoran Grubišić (2025) dalam studinya yang berjudul *"The Impact of Monetary Policy on Economic Growth in SEE Countries: A Multivariate Approach"* yang diterbitkan dalam *Journal of Central Banking Theory and Practice* menganalisis pengaruh kebijakan moneter terhadap pertumbuhan ekonomi di sembilan negara Eropa Tenggara *Southeast European* (SEE), yaitu Albania, Bosnia dan Herzegovina, Bulgaria, Kroasia, Hongaria, Montenegro, Makedonia Utara, Rumania, dan Serbia selama periode 2007–2022. Studi ini menggunakan pendekatan panel data dengan tiga teknik estimasi yaitu *fixed effects* (FE), *feasible generalized least squares* (FGLS), dan *panel-corrected standard errors* (PCSE) untuk menguji konsistensi dan kekuatan hasil estimasi. Variabel-variabel kebijakan moneter yang diteliti meliputi suku bunga pinjaman, nilai tukar resmi, dan jumlah uang beredar luas (M3), serta mempertimbangkan variabel kontrol seperti inflasi dan output gap untuk memperoleh gambaran ekonomi yang lebih menyeluruh. Hasil analisis menunjukkan bahwa hanya pertumbuhan jumlah uang beredar (M3) yang memiliki pengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap pertumbuhan ekonomi riil. Sebaliknya, suku bunga dan nilai tukar tidak menunjukkan hubungan signifikan terhadap pertumbuhan PDB. Selain itu, output gap ditemukan berpengaruh positif dan signifikan, menegaskan pentingnya kapasitas produksi dan kesenjangan output dalam mendorong pertumbuhan ekonomi di kawasan SEE. Studi ini menggarisbawahi pentingnya pengelolaan likuiditas dan pemantauan kapasitas produksi dalam merumuskan kebijakan moneter yang efektif di negara-negara Eropa Tenggara, baik yang telah menjadi anggota Uni Eropa maupun yang masih dalam proses akses.

Ergin Akalpler et al., (2022) dalam studi berjudul *"Monetary Policy and Capital Flow Implications on Economic Growth in BRICS Countries"* menganalisis keterkaitan antara kebijakan moneter dan aliran modal terhadap pertumbuhan ekonomi di negara-negara berkembang anggota BRICS (Brasil, Rusia, India, Cina, dan Afrika Selatan) selama periode 2001 hingga 2015. Penelitian ini memanfaatkan pendekatan panel data dan analisis kausalitas untuk mengevaluasi pengaruh timbal balik antara variabel moneter, seperti

broad money, suku bunga riil, serta aliran modal seperti *foreign direct investment* (FDI) dan kredit sektor keuangan terhadap indikator makroekonomi utama seperti PDB riil per kapita dan total *reserves*. Hasil uji kausalitas menunjukkan adanya hubungan kausal satu arah (*unidirectional causality*) antara FDI dan *broad money* terhadap cadangan devisa, serta antara kredit sektor keuangan terhadap pertumbuhan PDB per kapita. Selain itu, terdapat hubungan kausal dua arah (*bidirectional causality*) antara kredit domestik dan *broad money* terhadap cadangan devisa, serta antara suku bunga riil dan pinjaman dari bank komersial. Temuan ini menyiratkan bahwa stabilitas makroekonomi di negara-negara BRICS sangat dipengaruhi oleh efektivitas kebijakan moneter serta regulasi aliran modal.

Qamar Rasheed (2020) dalam penelitiannya yang berjudul "*Analysis of Monetary Policy, Capital, Saving, FDI, and Economic Development for High and Middle Income Economies with ARDL Approach*" menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Bounds Test* untuk menganalisis hubungan kausal antara kebijakan moneter, modal, tabungan, investasi asing langsung (FDI), dan pembangunan ekonomi di negara-negara berpendapatan tinggi dan menengah. ARDL digunakan untuk mengidentifikasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang antar variabel dengan memanfaatkan data time series tahunan dari tahun 1980 hingga 2018. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel-variabel makroekonomi seperti jumlah uang beredar, suku bunga pinjaman, inflasi, dan aliran FDI memainkan peran signifikan dalam sistem ekonomi yang saling bergantung. Kebijakan moneter terbukti memiliki pengaruh penting terhadap perkembangan ekonomi jangka panjang serta berinteraksi secara dinamis dengan variabel kapital dan tabungan domestik.

Cep Jandi Anwar et al. (2023) dalam penelitiannya yang berjudul "*Monetary Policy and Investment in ASEAN-5 Countries*" menggunakan model *Panel Autoregressive Distributed Lag (ARDL)* dengan estimasi *Pooled Mean Group (PMG)* untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara kebijakan suku bunga bank sentral dan variabel makroekonomi terhadap investasi di lima negara ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Singapura. Studi ini menggunakan data panel tahunan dari tahun 2000 hingga 2019, periode setelah terjadinya krisis

keuangan Asia (AFC) 1997–1998 yang sempat melemahkan stabilitas ekonomi dan investasi di kawasan tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, suku bunga kebijakan, inflasi, dan tingkat tenaga kerja memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap investasi. Sementara itu, dalam jangka pendek, PDB menunjukkan pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap investasi. Temuan ini menekankan pentingnya stabilitas kebijakan moneter dan pasar tenaga kerja sebagai pendorong utama investasi jangka panjang di kawasan ASEAN-5.

Anas Iswanto Anwar et al. (2019) dalam penelitiannya yang berjudul *"Effects of Foreign Loans, Interest Rate, and Export on the Foreign Exchange Reserves in Indonesia (2002–2016)"* menggunakan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) untuk menganalisis pengaruh pinjaman luar negeri, suku bunga, dan ekspor terhadap cadangan devisa Indonesia. Penelitian ini menggunakan data deret waktu tahunan selama periode 2002 hingga 2016 yang diperoleh dari Bank Indonesia, Kementerian Perdagangan, dan Badan Pusat Statistik. Hasil estimasi menunjukkan bahwa pinjaman luar negeri dan ekspor berpengaruh positif dan signifikan terhadap cadangan devisa, mengindikasikan bahwa peningkatan dalam kedua variabel tersebut berkontribusi terhadap peningkatan cadangan devisa nasional. Sebaliknya, suku bunga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap cadangan devisa selama periode yang dianalisis. Temuan ini menegaskan bahwa ketahanan eksternal Indonesia dalam bentuk cadangan devisa lebih dipengaruhi oleh arus masuk ekspor dan pembiayaan luar negeri daripada kebijakan suku bunga domestik.

Mohammad Helmi bin Hidhiir et al. (2023) dalam penelitiannya yang berjudul *"Dynamics of Economic Growth in ASEAN-5 Countries: A Panel ARDL Approach"* menggunakan model *Panel Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) untuk menganalisis dinamika pertumbuhan ekonomi di lima negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Singapura) selama periode 1980 hingga 2020. Penelitian ini menguji pengaruh jangka pendek dan jangka panjang dari pengembangan sektor keuangan, harga minyak dunia, investasi, dan inflasi terhadap pertumbuhan PDB. Hasil analisis menunjukkan bahwa pengembangan keuangan memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang, meskipun efeknya

bersifat sementara dalam jangka pendek, sehingga diperlukan pendekatan holistik untuk stabilitas ekonomi jangka pendek. Harga minyak menunjukkan volatilitas jangka panjang yang menuntut strategi diversifikasi. Sementara itu, investasi terbukti memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Studi ini juga menekankan pentingnya pengelolaan inflasi untuk mendukung pertumbuhan yang berkelanjutan di kawasan ASEAN-5.

Anas Iswanto Anwar et al. (2024) dalam penelitiannya yang berjudul *"Analysis of Institutional Factors, Inflation, and Unemployment on the Economic Growth of ASEAN Countries"* menggunakan metode regresi data panel untuk menganalisis pengaruh korupsi, stabilitas politik, inflasi, dan pengangguran terhadap pertumbuhan ekonomi di sembilan negara ASEAN selama periode 2010 hingga 2021. Penelitian ini juga mengkaji perbedaan pertumbuhan ekonomi sebelum dan sesudah pandemi Covid-19 dengan menggunakan variabel dummy sebagai pemisah antara periode pra-pandemi (kode 0) dan pascapandemi (kode 1). Data yang digunakan bersumber dari World Bank dan *Transparency International*, mencakup PDB per kapita, Indeks Persepsi Korupsi, inflasi, dan tingkat pengangguran. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel korupsi dan inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi, sementara stabilitas politik memberikan pengaruh positif dan signifikan. Sebaliknya, pengangguran tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan. Selain itu, ditemukan adanya perbedaan nyata dalam laju pertumbuhan ekonomi antara periode sebelum dan sesudah pandemi, menandakan adanya dampak struktural terhadap perekonomian ASEAN akibat krisis kesehatan global tersebut.

Muhammad Azam et al. (2024) dalam penelitian berjudul *"Analyzing the Impact of Fiscal and Monetary Policies on Income Distribution in Central Asian Economies"* jenis penelitian ini menggunakan metode melakukan uji akar unit, pendekatan *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)-Pooled Mean Group (PMG)* diterapkan untuk analisis empiris. Hasil menunjukkan bahwa kebijakan fiskal dan moneter memiliki dampak positif dan negatif terhadap ketimpangan pendapatan. Selain itu, inflasi ditemukan meningkatkan ketimpangan pendapatan, sementara perkembangan keuangan, tingkat pendapatan per

kapita yang lebih tinggi, dan remitansi luar negeri menurunkan ketimpangan baik dalam analisis panel maupun individu masing-masing negara.

Fang Li et al. (2025) dalam penelitiannya yang berjudul "*International Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth Fluctuations*" menganalisis dampak arus modal internasional terhadap fluktuasi pertumbuhan ekonomi di 84 negara selama periode 1980 hingga 2020. Penelitian ini menggunakan berbagai indikator pertumbuhan ekonomi seperti output riil, output potensial, output gap, dan PDB per kapita untuk mengukur pengaruh dari arus modal global. Hasil analisis menunjukkan bahwa arus modal internasional memiliki pengaruh positif terhadap fluktuasi pertumbuhan ekonomi, menandakan bahwa tingginya mobilitas modal dapat meningkatkan volatilitas pertumbuhan. Namun, studi ini juga menemukan bahwa pengembangan sektor keuangan domestik dapat meredam efek destabilisasi dari arus modal tersebut. Dengan kata lain, sistem keuangan yang maju dan kuat mampu menjadi penyangga terhadap gejolak eksternal, serta mendukung stabilitas pertumbuhan ekonomi dalam periode arus modal global yang tinggi.