

---

## Interaksi Faktor Eksternal dengan Siklus Finansial di Indonesia

Yollit Permata Sari<sup>a</sup>, Isra Yenni<sup>a</sup>, Doni Satria<sup>a\*</sup>

<sup>a</sup>Jurusan Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

\*Korespondensi: [donisatria@fe.unp.ac.id](mailto:donisatria@fe.unp.ac.id)

---

### Info Artikel

**Diterima:**

11 Agustus 2020

**Disetujui:**

28 September 2020

**Terbit daring:**

4 November 2020

**DOI:** -

**Sitasi:**

Sari, Y. P., Yenni, I. & Satria, D. (2020). Interaksi Faktor Eksternal dengan Siklus Finansial di Indonesia. *Ecosains: Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Pembangunan*, 9(2), 69-85.

### Abstract

*This study aims to interact global financial market fluctuations, commodity price fluctuations and capital flows to determine which factors interact with the cycle in Indonesia the most. The data used is secondary data from official publications, namely Bank Indonesia for data on capital flows and bank credit, the International Monetary Fund (IMF) for international commodity price index data and the global financial market volatility index (VIX). The analysis period in this study is the first quarter of 1993 to the fourth quarter of 2018. The results of the study using the correlation index show that the cycle of capital flows in Indonesia is carried out by global finance and The movement of commodity prices causes the flow of funds that enter the Indonesian economy to be largely short-term, so it tends to have acyclical interactions with bank credit to the business world and is slightly more procyclical for credit to non-business fields. Credit to non-business fields is dominated by bank credit, which is allocated to consumption credit and has a short term.*

**Keywords:** external factor, financial cycle, concordance index

### Abstrak

*Penelitian bertujuan untuk melakukan eksplorasi interaksi fluktuasi pasar finansial global, gejala harga komoditas dan aliran modal untuk mengetahui faktor mana yang paling dominan interaksinya dengan siklus finansial di Indonesia. Data yang digunakan adalah data sekunder dari publikasi resmi yaitu Bank Indonesia untuk data arus modal dan kredit bank, Dana Moneter Internasional (IMF) untuk data indeks harga komoditas internasional dan indeks volatilitas pasar keuangan global (VIX). Periode analisis dalam penelitian ini adalah triwulan I tahun 1993 sampai dengan triwulan IV tahun 2018. Hasil penelitian dengan menggunakan corcondance index menunjukkan bahwa siklus aliran modal di Indonesia yang dipengaruhi oleh siklus finansial global dan pergerakan harga komoditas menyebabkan aliran dana yang masuk ke perekonomian Indonesia sebagian besar adalah dana jangka pendek, sehingga memiliki interaksi yang cenderung acyclical dengan kredit perbankan ke dunia usaha dan sedikit lebih prosiklis untuk kredit ke non lapangan usaha. Kredit ke non lapangan usaha didominasi oleh kredit perbankan yang dialokasikan ke kredit konsumsi dan memiliki jangka waktu yang pendek.*

**Kata Kunci :** faktor eksternal, siklus finansial, corcondance index

**Kode Klasifikasi JEL:** E32; E44; C43

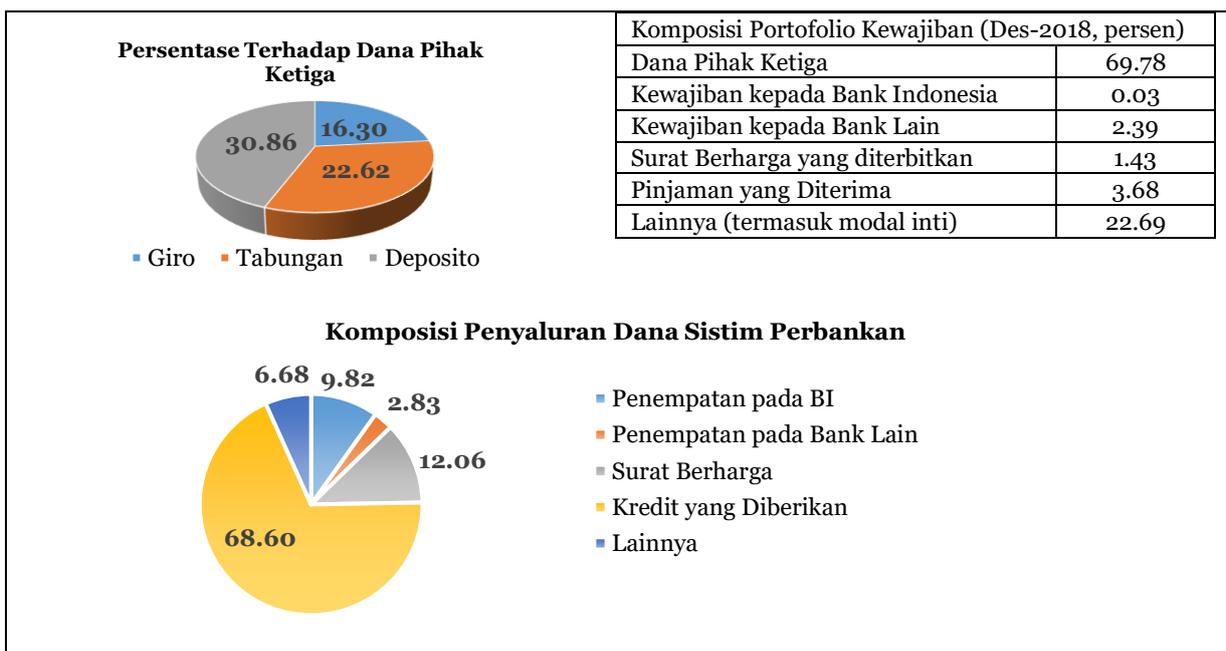
---

## PENDAHULUAN

Pada tataran paling sederhana, bank adalah lembaga finansial yang dalam operasionalnya bertujuan untuk meminjamkan dana ke debitur dan menerima tabungan dari masyarakat (Freixas & Jorge, 2008), dengan definisi ini bank memiliki fungsi untuk mengumpulkan dana dari masyarakat dalam bentuk tabungan dan menyalurkan kembali dalam bentuk kredit. Merton, (1995) menyatakan bank tidak hanya berperan sebagai lembaga perantara keuangan tetapi juga memiliki peran penting dalam menyediakan layanan jasa finansial dalam perekonomian, sehingga tercipta alokasi sumber daya yang efisien dalam perekonomian. Sektor finansial Indonesia masih didominasi oleh sektor perbankan, sehingga penting untuk menganalisis kondisi struktur sistem perbankan Indonesia.

Struktur pasar sektor perbankan Indonesia didominasi oleh lima bank yang masuk dalam kelompok bank BUKU 4 yang terdiri dari 5 bank besar. Kelompok bank BUKU 4 tersebut menguasai 50.5 persen aset yang dikelola sektor perbankan di Indonesia (Falianty, et.al 2019). Berdasarkan Tabel 5.1, bank milik pemerintah di Indonesia menguasai 28.0 persen aset sektor finansial di Indonesia atau sama dengan 36.8 persen total aset sektor perbankan Indonesia. Dapat dikatakan industri perbankan di Indonesia adalah industri yang terkonsentrasi pada sekelompok bank besar yang mendominasi pasar, dan sebagian besar yang mendominasi pasar tersebut adalah bank BUMN milik pemerintah. Selain bank BUMN, pemerintah juga memiliki 26 bank daerah yang dimiliki oleh pemerintah daerah yang ada di Indonesia. Sehingga peran pemerintah dalam industri perbankan di Indonesia menjadi semakin kuat.

Isu menarik lainnya dalam menganalisis struktur perbankan Indonesia adalah, bank besar yang mendominasi pasar industri perbankan Indonesia merupakan bagian dari konglomerasi finansial. Kelompok bank besar di Indonesia juga bergerak di Industri finansial lainnya seperti asuransi, lembaga pembiayaan dan perusahaan sekuritas. Dari total 49 perusahaan yang tergabung dalam konglomerasi keuangan yang menguasai dan mengelola 66.48 persen aset industri keuangan tahun 2018, 36 perusahaan adalah bank (OJK, 2018). Mengindikasikan sektor perbankan sebenarnya memiliki peranan yang lebih luas pada Industri dan sistim finansial Indonesia, karena keterkaitannya dengan industri lain dalam sistim finansial.



**Gambar 1. Komposisi Penyaluran Dana Perbankan Indonesia, 2018**

Sumber: Bank Indonesia

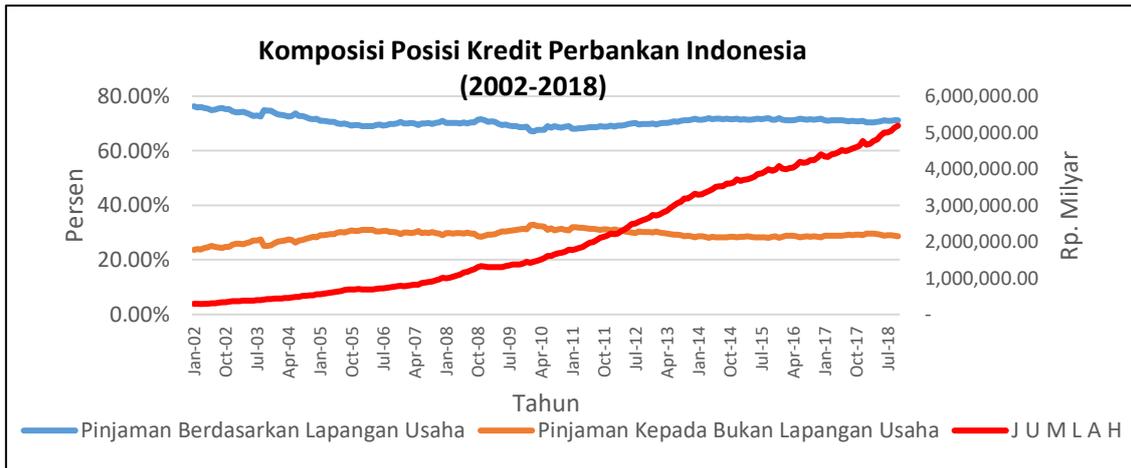
Sebagai lembaga perantara keuangan, peran bank bisa dianalisis dengan menggunakan data alokasi penyaluran dana (alokasi aset) dan sumber dana pihak ketiga (sumber kewajiban) yang dikelola oleh sektor perbankan. Berdasarkan sumber dana pihak ketiga dan alokasi penempatan dana sistim perbankan Indonesia pada Desember 2018 dapat disampaikan dalam Gambar 1. Sumber dana utama sistim perbankan Indonesia adalah dari dana pihak ketiga yang terdiri dari rekening giro (16.3 persen), tabungan (22.62 persen) dan deposito (30,86 persen). Sumber dana masyarakat untuk perbankan di Indonesia yang terbesar adalah deposito yang memiliki beban bunga tinggi bagi perbankan. Dana pihak ketiga dalam bentuk rekening giro dan rekening tabungan adalah sebesar 38.9 persen dari total kewajiban sektor perbankan.

Dengan komposisi kewajiban perbankan seperti pada Gambar 1, sektor perbankan Indonesia melakukan manajemen likuiditas dengan memanfaatkan pasar uang antar bank dan instrumen penempatan dana pada bank sentral (sertifikat Bank Indonesia). Berdasarkan informasi struktur kewajiban dan aset perbankan tersebut, jumlah sumber dana perbankan yang berasal dari bank lain relatif kecil, hanya sebesar 2.39 persen. Sebaliknya pada sisi aset, menunjukkan jumlah aset untuk penempatan pada bank lain adalah sebesar 2.83 persen. Informasi tersebut menunjukkan bahwa pasar uang antar bank di Indonesia ukurannya relatif kecil dan bank menempatkan kelebihan likuiditas mereka dalam bentuk instrumen lain selain di pasar uang antar bank. Instrumen penempatan dana perbankan tersebut antara lain adalah di Bank Indonesia sebesar 9.82 persen dan di instrumen surat berharga sebesar 12.06 persen dari total aset perbankan. Kondisi tersebut mengindikasikan rendahnya keterkaitan antar bank dalam sistim perbankan di Indonesia. Pada sisi lain kondisi ini menunjukkan peran bank dalam sistim finansial Indonesia jauh lebih besar karena mereka menempatkan dananya di instrumen surat berharga sebesar 12 persen. Jumlah alokasi kredit bank pada akhir 2018 adalah sebesar 68.60 persen dari total aset sektor perbankan. Dengan dana pihak ketiga 69.78 persen dari total jumlah kewajiban sektor perbankan, rasio kredit terhadap dana pihak ketiga pada akhir tahun 2018 sudah mendekati 100 persen.

Struktur aset dan kewajiban sektor perbankan Indonesia tersebut memberikan gambaran umum tentang risiko pasar, risiko kredit dan risiko likuiditas yang dihadapi oleh sistim perbankan Indonesia. Ketersediaan dana pasar uang antar bank yang relatif kecil dan hanya kurang dari 3 persen dari total aset sistim perbankan mengindikasikan sistim perbankan masih rentan terhadap risiko likuiditas. Selanjutnya terkait dengan risiko pasar, jumlah aset perbankan yang disalurkan ke surat berharga sebesar lebih dari 20 persen merupakan jumlah yang cukup tinggi. Namun, lebih dari 9 persen asset tersebut ditempatkan pada bank sentral, sehingga masih relatif aman dari sudut pandang risiko pasar. Menurut kajian stabilitas finansial Indonesia yang dilakukan IMF (2018), penempatan dana perbankan di surat berharga di pasar modal didominasi oleh penempatan dana pada obligasi pemerintah.

Gambar 2. menunjukkan total kredit yang disalurkan oleh perbankan Indonesia terus mengalami kenaikan (skala kanan). Komposisi antara kredit yang disalurkan ke lapangan usaha turun dan kredit yang disalurkan ke bukan lapangan usaha meningkat (skala kiri). Paska krisis keuangan Asia tahun 1998 sampai akhir tahun 2005 kenaikan kredit lebih disebabkan oleh kenaikan yang pesat pada penyaluran kredit ke sektor rumah tangga, sehingga porsi kredit ke sektor rumah tangga membesar dan porsi kredit ke sektor lapangan usaha menurun. Setelah mengalami perlambatan di tahun 2006, kredit yang disalurkan oleh sektor perbankan kembali naik dengan pesat menjelang krisis keuangan global tahun 2008. Krisis keuangan global tahun 2008 memperlambat pertumbuhan kredit ke lapangan usaha dan kembali meningkat paska krisis keuangan global. Setelah pertengahan tahun 2010 kredit ke lapangan usaha kembali mendominasi peningkatan kredit yang pesat di Indonesia, menyebabkan porsi kredit ke lapangan usaha kembali meningkat dan pola tersebut terus berlangsung sampai tahun 2018.

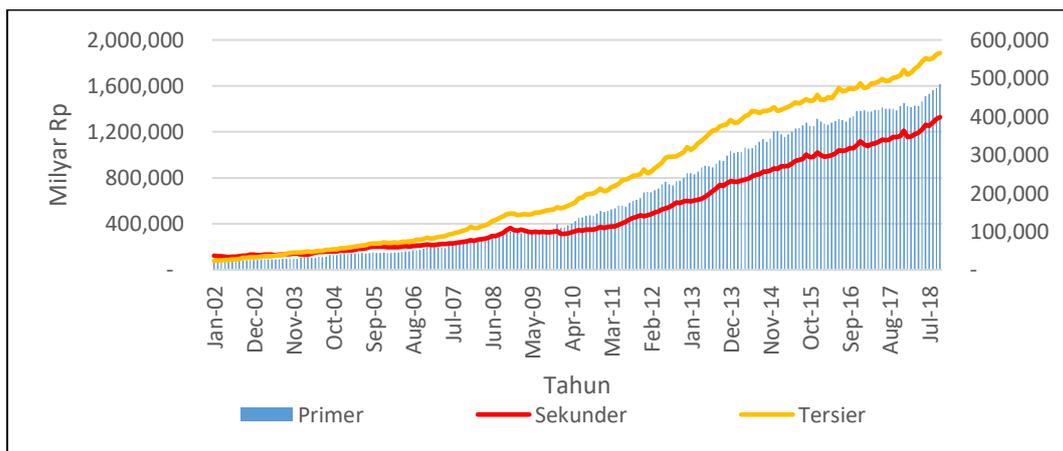
Berdasarkan Gambar 2, alokasi kredit ke bukan lapangan usaha menunjukkan gejala terjadinya perpindahan alokasi sumberdaya finansial ke sektor non produktif. Kredit perbankan yang disalurkan ke sektor bukan lapangan usaha memiliki trend yang meningkat sampai akhir tahun 2011.



**Gambar 2. Komposisi Posisi Kredit Perbankan Indonesia (2002-2018)**

Sumber: Bank Indonesia

Gambar 3. adalah perkembangan kredit yang disalurkan bank ke tiga sektor utama dalam perekonomian yaitu sektor primer yang terdiri dari penjumlahan sektor pertambangan dan penggalian dengan sektor pertanian, kehutanan dan perkebunan (skala kanan). Selanjutnya pada skala kiri adalah sektor tersier yang terdiri dari penjumlahan kredit yang disalurkan ke sektor jasa, sektor keuangan dan sektor perdagangan. Sektor sekunder adalah penjumlahan dari penjumlahan kredit yang disalurkan ke sektor industri pengolahan, sektor konstruksi dan sektor penyediaan infrastruktur (listrik, air bersih dan pengolahan limbah). Perkembangan kredit ke sektor primer dan ke sektor tersier nampak memiliki pola pergerakan yang serupa dan nampak tumbuh pesat setelah krisis keuangan global. Sebaliknya perkembangan kredit ke sektor sekunder yang terdiri dari kredit ke sektor manufaktur dan infrastruktur terlihat melambat dibandingkan dengan kedua sektor lainnya dalam perekonomian Indonesia. Kondisi tersebut terjadi sejak tahun 2002 sampai akhir tahun 2011. Setelah tahun 2012 alokasi kredit bank ke sektor sekunder kembali memiliki arah perkembangan yang cepat tetapi cenderung kurang stabil pergerakannya.



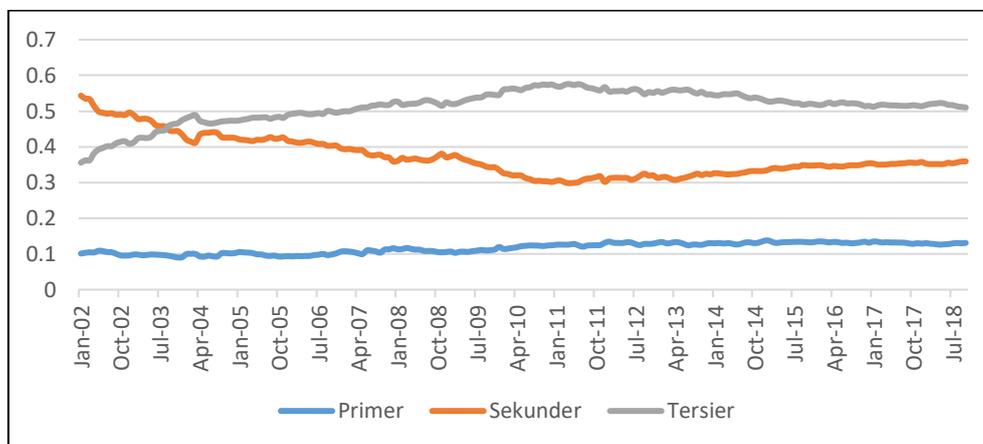
**Gambar 3. Perkembangan Posisi Kredit Perbankan ke Lapangan Usaha Menurut Sektor**

Sumber: Bank Indonesia

Penjelasan hasil analisis deskriptif dari pergerakan kredit perbankan menurut sektor utama tersebut terkait erat dengan perilaku bank dalam menyalurkan kredit. Bank dalam operasionalnya melakukan manajemen risiko termasuk risiko kredit. Saat persepsi risiko bank terhadap satu sektor usaha lebih rendah dibandingkan dengan sektor lainnya, bank akan

mengalokasikan asset ke sektor dengan tingkat risiko yang lebih rendah. Pada sisi permintaan kondisi perekonomian merupakan faktor utama yang menentukan permintaan terhadap kredit perbankan. Pertumbuhan ekonomi yang pada sektor primer akan mendorong alokasi kredit ke sektor primer lebih tinggi dan sebaliknya. Sehingga berdasarkan data yang telah dipaparkan pada Gambar 3. dan 4. menunjukkan bahwa terjadi alokasi kredit lebih pesat ke sektor tersier dan primer dalam periode 2002 sampai akhir 2011 sangat terkait dengan kedua faktor penawaran dan faktor permintaan kredit perbankan tersebut.

Gambar 4. menunjukkan komposisi peran masing-masing sektor utama dalam perekonomian untuk alokasi kredit perbankan di Indonesia. Informasi ini mendukung analisis pergerakan perkembangan alokasi kredit ke sektor sekunder yang dilakukan sebelumnya. Terlihat bahwa porsi alokasi kredit ke sektor sekunder terus menurun dan porsi alokasi ke sektor primer dan tersier mengalami peningkatan sampai akhir tahun 2011. Sejak tahun 2012 porsi alokasi kredit perbankan ke sektor sekunder kembali meningkat. Hasil ini menunjukkan juga bahwa yang mengalami penurunan peran setelah tahun 2012 adalah sektor tersier. Sektor sekunder dan sektor primer terlihat tertap memiliki porsi yang stabil.



**Gambar 4. Komposisi Posisi Kredit Ke Lapangan Usaha Menurut Sektor Utama**

Sumber: Bank Indonesia

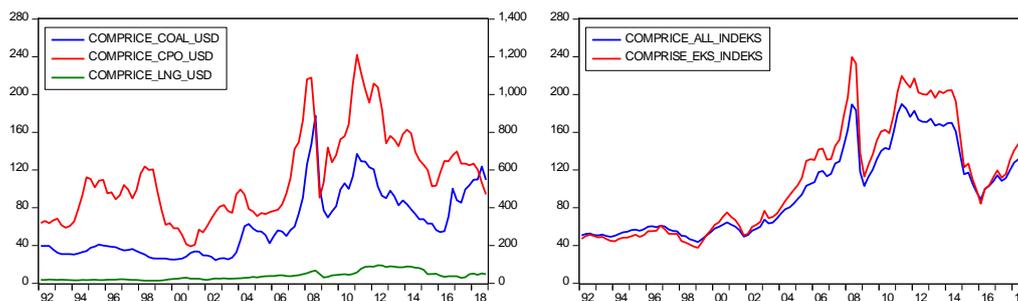
Kondisi perekonomian Indonesia didominasi oleh sektor pertanian dan pertambangan dan sektor perdagangan. Sejak dekade tahun 2000-an terjadi lonjakan harga komoditas primer khususnya batubara dan minyak sawit mentah yang merupakan komoditas ekspor utama Indonesia, sehingga permintaan kredit juga tumbuh pesat di sektor tersebut. Selanjutnya persepsi risiko kredit oleh perbankan untuk sektor tersebut juga turun dan mendorong perbankan untuk menyalurkan kredit ke sektor primer. Perkembangan pesat di sektor *traditional tradeable* (sektor primer) dalam sebuah perekonomian dapat memicu pertumbuhan permintaan domestik, sehingga sektor non tradeables (sektor tersier) juga meningkat dengan cepat. Sebagai konsekuensinya, maka terjadi peningkatan ekonomi di sektor tersier, dan ekonomi tumbuh disebabkan oleh peningkatan konsumsi. Fenomena tersebut juga terjadi dalam alokasi kredit perbankan, sehingga dapat diduga bahwa dalam perekonomian Indonesia pada periode sejak tahun 2000 sampai tahun 2012 terjadi fenomena *financial dutch disease*. *Financial dutch disease* adalah kondisi dimana alokasi sumber daya finansial ke sektor primer dan sektor tersier tumbuh pesat, sehingga menekan alokasi sumber daya finansial ke sektor sekunder (Botta, 2014).

## TINJAUAN LITERATUR

Dengan sistem devisa bebas yang pada perekonomian Indonesia, masuk dan keluarnya aset finansial tidak dikontrol oleh pemerintah maupun otoritas moneter. Risiko semakin terbuka dan semakin terkoneksi sistem finansial domestik dengan sistem finansial global adalah sektor finansial menjadi semakin rentan terhadap guncangan eksternal. Pada sisi lain secara teoritis, meningkatnya harga komoditas ekspor utama Indonesia juga akan memicu masuknya aset finansial ke perekonomian Indonesia (Byrne & Fiess, 2016). Pada periode boom harga komoditas dan paska krisis keuangan Asia, ekonomi negara berkembang penghasil komoditas primer mengalami aliran modal masuk yang masif, tidak terkecuali Indonesia.

### Perkembangan Harga Komoditas Primer

Sebelum lebih jauh melakukan analisa pergerakan aliran modal, perlu pemaparan untuk perkembangan harga komoditas ekspor utama Indonesia. Gambar 5. menunjukkan pergerakan harga komoditas ekspor utama Indonesia, yaitu minyak dan gas bumi, batu bara dan minyak sawit mentah di pasar internasional. Gambar 5. menunjukkan dalam periode sejak pertengahan tahun 2001 sampai akhir tahun 2012 harga komoditas ekspor utama Indonesia, mengalami peningkatan yang tinggi. Meskipun sempat turun tajam di akhir tahun 2008, harga komoditas tersebut kembali naik dengan cepat sampai tahun 2012. Caballero, Farhi, & Gourinchas, (2009) menganalisa perilaku harga komoditas Internasional dan menjelaskan keterkaitannya dengan krisis keuangan global. Komoditas primer merupakan storageable product menjadi salah satu substitusi untuk instrumen investasi finansial yang tinggi risikonya saat krisis keuangan global. Belum stabilnya pasar finansial di pusat keuangan dunia paska krisis global menyebabkan pelaku pasar mengalokasikan portfolio mereka di bursa komoditas. Pada saat itu kebijakan negara maju untuk menggelontorkan likuiditas ke sistem finansial mereka (*quantitative easing*) juga menyebabkan return pasar finansial turun relatif terhadap return di bursa komoditas internasional. Sebagai konsekuensinya, permintaan terhadap komoditas meningkat dan menyebabkan terjadinya penggelembungan (*bubbles*) harga komoditas paska krisis keuangan global.



**Gambar 5. Perkembangan Harga Komoditas Ekspor Utama Indonesia (1992-2018)**

Sumber: IMF

Harga komoditas menjadi tidak mencerminkan permintaan aktual, pada tahun 2012 saat pasar finansial global relatif semakin stabil, proses peningkatan harga komoditas juga terhenti. Akibatnya harga komoditas turun tajam, dan kembali ke kondisi aktual sesuai mekanisme permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar komoditas global. Harga internasional untuk komoditas produk ekspor utama Indonesia setelah tahun 2012 mengalami penurunan tajam dan kembali meningkat setelah kuartal pertama tahun 2016. Pergerakan harga komoditas internasional bagi negara berkembang produsen komoditas primer merupakan faktor eksogen yang mendorong masuk dan keluarnya modal ke perekonomian domestic.

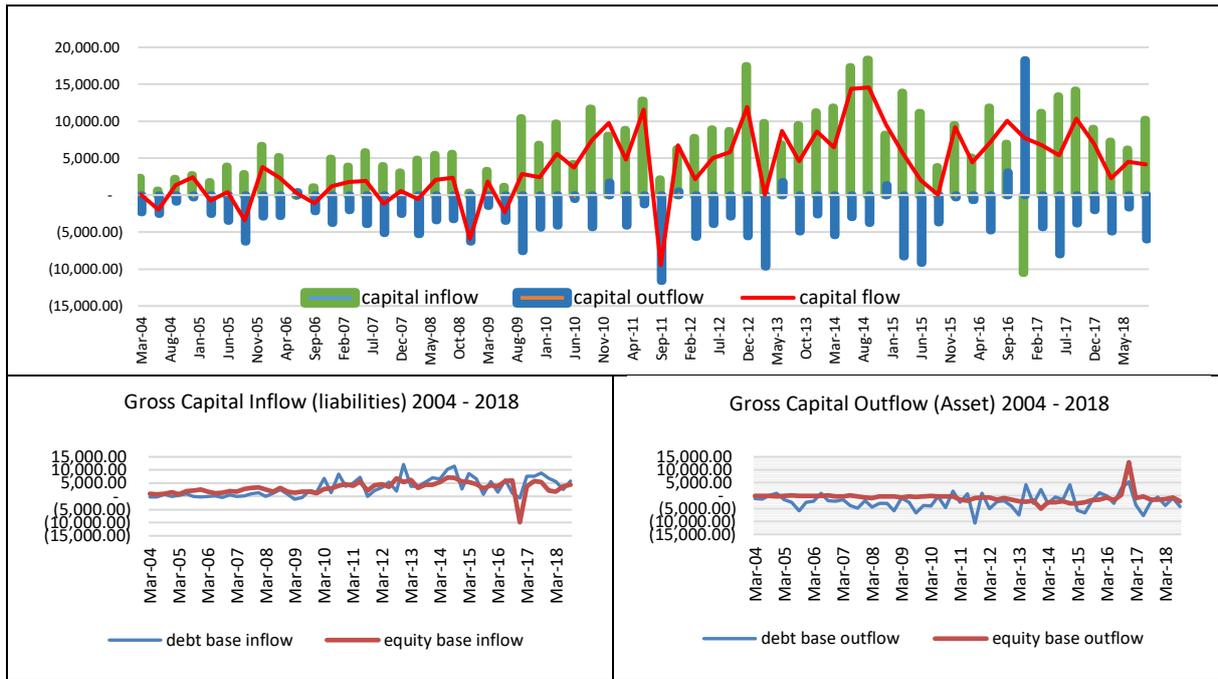
### Aliran Modal, Gross Capital Inflow dan Outflow

Analisis terhadap aliran modal dapat dilakukan dalam bentuk analisis terhadap aliran modal kotor (*gross capital flows*) yang terdiri dari aliran modal kotor oleh non residen (*gross capital inflows*) dan aliran modal kotor oleh residen (*gross capital outflows*) serta aliran modal bersih (*net capital flows*). Pada awalnya perbedaan antara aliran modal kotor dan bersih tidak terlalu penting maknanya. Karena hingga awal 90-an aliran modal dari investasi residen di negara berkembang masih kecil. Sehingga aliran modal bersih merupakan representasi dari investasi pada aset domestik negara berkembang oleh non residen. Namun seiring waktu, aliran modal keluar residen dari negara berkembang semakin besar sehingga perilaku aliran modal dari non residen yang masuk ke negara berkembang tidak lagi dapat direpresentasikan oleh *net capital flows* yang artinya aliran modal masuk dari non residen tidak selalu berkesesuaian dengan *net capital flows* (Koepke, 2019).

Perilaku *gross capital inflows* dipandang penting untuk diteliti lebih jauh karena dalam era perekonomian terbuka, ekonomi negara berkembang dipengaruhi oleh *gross capital inflows*. *Gross capital inflows* umumnya tinggi tingkat volatilitasnya, terutama disaat krisis, sehingga mempengaruhi pergerakan nilai tukar, tingkat suku bunga serta nilai aset domestik yang akan berdampak pada kestabilan finansial (Ostry et al., 2010). Penggunaan informasi terkait dengan *gross capital flows* akan membantu melakukan analisis secara terpisah perilaku aliran modal yang diakibatkan non residen maupun residen yang menunjukkan terintegrasinya suatu negara kedalam pasar keuangan global (Borio & Disyatat, 2011). Periode antara tahun 2001 sampai akhir 2011 adalah periode dimana aliran modal internasional dengan pesat masuk ke perekonomian Indonesia. Setelah selesainya program restrukturisasi sektor finansial Indonesia tahun 2004, sistim keuangan Indonesia semakin mendapatkan kepercayaan Internasional. Sebaliknya jumlah aliran modal residen ke luar negeri juga mengalami peningkatan, namun untuk nilai aliran modal bersihnya (*nett flow*) masih positif.

Gambar 6. adalah perkembangan aliran modal bruto dan aliran modal bersih (*nett flow*) Indonesia. Pergerakan aliran modal masuk ke Indonesia sejak tahun 2004 hampir selalu berada pada level positif, kecuali pada kuartal ke empat tahun 2005, kuartal ketiga tahun 2006, kuartal keempat tahun 2008 dan kuartal ketiga tahun 2011. Paska krisis Asia 1997/98 Indonesia melakukan restrukturisasi sektor finansial khususnya sektor perbankan. Paska selesainya program restrukturisasi perbankan Indonesia tahun 2004 total aliran modal masuk ke Indonesia selalu positif. Menjelang peristiwa krisis keuangan global tahun 2008, terjadi dua kali aliran modal netto negatif ke perekonomian Indonesia yaitu pada Q4 tahun 2005 dan Q3 tahun 2006. Kedua kondisi ini tidak terlepas dari kekhawatiran pelaku ekonomi di pasar finansial terhadap tingkat inflasi Indonesia saat itu. Pada kedua periode tersebut pemerintah menjalankan kebijakan untuk menyesuaikan harga energi, sehingga memicu kekhawatiran terhadap inflasi yang tinggi. Kebijakan tersebut untuk menekan angka subsidi energi dalam komponen belanja pemerintah akibat meningkatnya harga minyak dunia.

Pada tahun 2008, saat puncak krisis finansial global, terjadi kelangkaan likuiditas di pasar keuangan Internasional, sehingga dana asing yang masuk ke dalam perekonomian Indonesia (*gross capital inflow*) juga mengalami kontraksi, sebaliknya dana domestik justru mengalir ke luar perekonomian (*gross capital outflow*). Sebagai akibatnya pada kuartal ke empat tahun 2008 terjadi aliran modal netto negatif dalam neraca finansial Indonesia. Paska krisis finansial global, perekonomian Indonesia dan sistim finansial Indonesia yang relatif tidak terimbas oleh dampak krisis global tersebut menerima aliran modal dari investor asing. Sebaliknya aliran modal keluar dari penduduk menjadi relatif lebih rendah karena kondisi pasar keuangan internasional yang tidak stabil.



**Gambar 6. Aliran Modal Indonesia 2004 – 2018 (Juta USD)**

Sumber: Bank Indonesia

Pada periode paska krisis juga terjadi kenaikan harga komoditas primer, termasuk komoditas utama ekspor Indonesia, menyebabkan aliran modal ke perekonomian Indonesia juga tinggi. Pada saat harga komoditas di pasar internasional turun, di kuartal ketiga tahun 2011 dan kekhawatiran investor global terhadap perubahan arah kebijakan *quantitative easing* oleh bank sentral Amerika Serikat, menyebabkan *negatif nett capital flow* dalam neraca finansial Indonesia.

Fenomena yang tidak lazim terjadi pada kuartal ke empat tahun 2016. Meskipun total aliran modal masuk ke perekonomian Indonesia memiliki nilai positif dengan nilai mendekati angka 7 milyar US dollar, tetapi pola aliran modal berdasarkan *gross flow* mengalami perubahan. Pada periode kuartal tiga dan kuartal empat tahun 2016 Aliran modal keluar bruto (asset) positif, atau terjadi repatriasi dana milik WNI dari luar negeri dalam jumlah yang cukup besar. Sebaliknya aliran modal masuk bruto (*liabilities*) pada kuartal ke tiga nilainya jauh menurun dari periode kuartal dua tahun 2016 dan pada kuartal ke empat nilainya negatif dengan jumlah yang cukup besar. Perilaku aliran modal asing (*gross inflow*) tersebut tidak dapat dijelaskan dengan peristiwa perubahan perilaku dari investor asing dan global terhadap perekonomian negara berkembang dan Indonesia. Sebaliknya repatriasi dana WNI di luar negeri dapat dijelaskan sebagai respon terhadap kebijakan pemerintah yaitu kebijakan *tax amnesty* pada tahun 2016.

Dugaan awal terhadap penyebab perilaku dari *gross capital inflow* yang berubah tersebut adalah, penempatan dana masyarakat Indonesia di luar negeri yang dikelola oleh manajemen investasi asing ternyata kembali ke Indonesia dalam bentuk investasi asing melalui lembaga pengelola investasi yang masuk ke pasar finansial Indonesia. Kebijakan *tax amnesty* yang dilakukan pemerintah menyebabkan penempatan dana penduduk Indonesia di luar negeri masuk dalam jumlah besar, sebagai konsekuensinya para manajer investasi asing tersebut menarik penempatan dananya di sistem finansial Indonesia. Paska kebijakan *tax amnesty* tahun 2016 terlihat bahwa perilaku aliran modal bruto Indonesia kembali seperti sebelum kebijakan *tax amnesty* tahun 2016.

Hasil temuan dari analisis ini adalah, pada saat perekonomian Indonesia membaik, terjadi peningkatan *gross capital outflow* dan *gross capital inflow*, namun total aliran modal tersebut (*nett flow*) tetap positif. Temuan ini mengindikasikan bahwa pemilik dana dalam perekonomian domestik cenderung untuk menginvestasikan dananya di luar negeri. Pada saat yang sama, aliran modal dari pengelola dana investasi internasional juga masuk ke Indonesia dan sebagai akibatnya aliran modal netto masuk ke Indonesia adalah positif.

### **Aliran Modal Masuk Berbasis Utang dan Ekuitas**

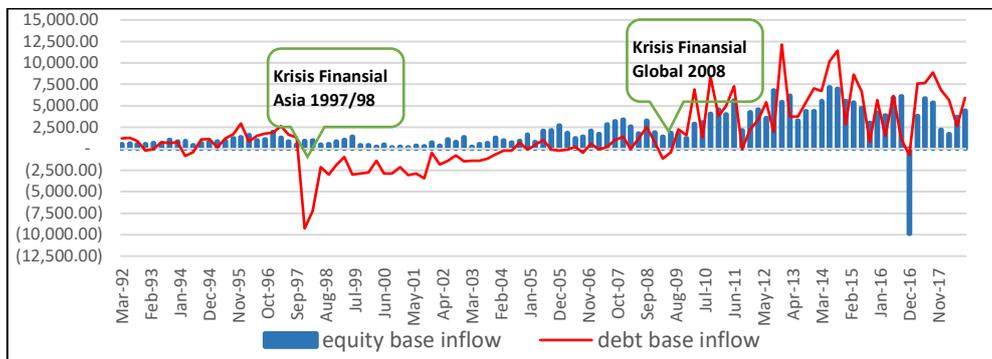
Perilaku aliran modal asing masuk ke perekonomian Indonesia dapat dianalisis dengan mendekomposisi antara investasi berbasis penyertaan modal (*equity-based flow*) dan aliran modal asing yang berbasis utang (*debt-based flow*). J. S. Davis, (2015) membuktikan bahwa aliran modal masuk yang berbasis utang memiliki dampak signifikan terhadap perekonomian dan sektor finansial domestik di negara berkembang. Penyebabnya adalah guncangan eksternal yang sifatnya eksogen terhadap ekonomi domestik menyebabkan volatilitas aliran modal masuk bruto yang berbasis utang lebih tinggi, pada akhirnya dengan kondisi pembangunan sistem finansial di negara berkembang yang masih dangkal menyebabkan dampak aliran modal berbasis utang menjadi lebih kuat.

Gambar 7. adalah perkembangan aliran modal masuk bruto (*gross capital inflow*) hasil dekomposisi dalam bentuk aliran berbasis penyertaan modal (*equity based inflow*) dan aliran modal berbasis utang (*debt base inflow*). Pada periode sebelum krisis ekonomi tahun 1998, terjadi peningkatan aliran modal masuk (*liabilities*) baik dalam bentuk penyertaan modal dan dalam bentuk utang ke perekonomian Indonesia. Saat menjelang krisis finansial global tahun 2008 juga terjadi kondisi yang mirip dengan perilaku aliran modal masuk sebelum krisis keuangan Asia tahun 1998. Perbedaan perilaku aliran modal bruto masuk ke Indonesia sebelum krisis Asia 1998 dengan sebelum krisis keuangan global 2008 adalah, sebelum krisis Asia aliran modal masuk lebih didominasi oleh aliran modal masuk yang berbasis utang. Selanjutnya pada periode sebelum krisis keuangan global tahun 2008, aliran modal yang masuk ke perekonomian Indonesia lebih didominasi oleh aliran modal yang berbasis penyertaan modal.

Pada saat terjadi krisis aliran modal yang berbasis utang berbalik arah menjadi negatif dengan magnitudo yang besar. Pada tahun 1998 dan tahun 2008 dengan aliran modal berbasis utang berbalik arah dari positif menjadi negatif, dari sisi magnitudo atau nilainya kondisi tahun 2008 jauh lebih rendah dibandingkan dengan kondisi tahun 1998. Sebaliknya aliran modal yang berbasis penyertaan modal terlihat masih tetap pada angka yang positif atau masih terjadi aliran masuk ke perekonomian Indonesia. Aliran modal masuk yang berbasis penyertaan modal tidak langsung berbalik arah tetapi mengalami kontraksi.

Berdasarkan Gambar 7. dapat diketahui perilaku aliran modal yang berbeda antara dua kondisi krisis finansial besar yang terjadi. Pada tahun 1998, aliran modal masuk yang berbasis utang masih terus mengalami periode aliran negatif sampai akhir tahun 2004. Sebaliknya pada tahun 2008, aliran modal yang berbasis utang hanya mengalami periode aliran negatif selama dua kuartal yaitu di kuartal pertama dan kuartal kedua tahun 2009. Di kuartal ketiga tahun 2009 aliran modal masuk berbasis utang ke perekonomian Indonesia kembali meningkat tajam dan sempat turun dengan tajam pada kuartal ketiga tahun 2011. Dari sisi fluktuasinya aliran modal masuk yang berbasis utang memiliki fluktuasi yang jauh lebih tinggi dibandingkan dengan pergerakan aliran modal masuk yang berbasiskan penyertaan modal. Meskipun relatif lebih stabil dibandingkan dengan pergerakan aliran modal masuk yang berbasis utang, fluktuasi aliran modal masuk berbasis penyertaan modal dari luar negeri menjadi mirip fluktuasinya dengan aliran modal berbasis utang paska krisis finansial global

tahun 2008. Fluktuasi aliran modal berbasis penyertaan modal mulai menjadi lebih fluktuatif sejak tahun 2004, namun perilaku dari fluktuasinya menjadi mirip dengan aliran modal masuk berbasis utang setelah krisis finansial tahun 2008.



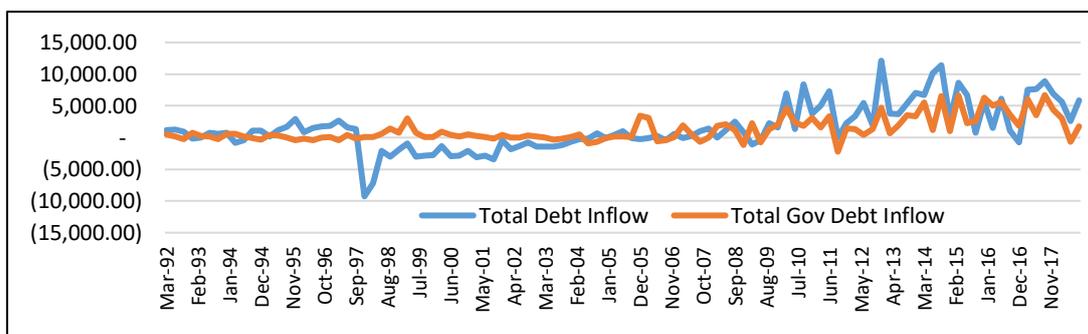
**Gambar 7. Gross Capital Inflow (Liabilities) Indonesia 1992 – 2018 (Juta USD)**

Sumber: Bank Indonesia

Perilaku aliran modal di Indonesia paska krisis keuangan global 2008 menjadi semakin fluktuatif untuk kedua jenis aliran modal masuk. Nilai aliran modal yang masuk juga semakin jauh lebih besar untuk kedua jenis yang dianalisis. Kondisi ini tidak terlepas dari semakin terintegrasinya sistem finansial Indonesia paska krisis keuangan global. Penjelasan lain dari kondisi ini adalah pergerakan harga komoditas ekspor utama Indonesia yang naik tinggi dan peran utang pemerintah dalam portfolio investor asing yang menempatkan dananya dalam sistem finansial Indonesia (lihat Gambar 6 dan Gambar 1). Semakin terintegrasinya sistem finansial Indonesia dengan sistem finansial global, menyebabkan peranan modal asing di pasar modal Indonesia menjadi semakin dominan. Pada pasar modal, peranan bank asing dan perusahaan sekuritas asing sangat signifikan dalam menggerakkan indeks harga saham (IMF, 2010). Pada pasar obligasi Indonesia yang didominasi oleh surat utang pemerintah peranan investor asing juga memiliki peranan yang besar (IMF, 2018).

### Aliran Modal Berbasis Utang

Gambar 8, menunjukkan perbandingan pergerakan total aliran modal masuk yang berbasis utang dengan aliran modal masuk dari luar negeri dalam bentuk investasi ke surat utang pemerintah domestik di pasar obligasi. Setelah krisis finansial global aliran modal masuk dalam bentuk portfolio utang pemerintah yang membentuk pola pergerakan dari aliran modal masuk yang berbasis utang ke perekonomian Indonesia. Informasi ini menunjukkan dominasi peran surat utang pemerintah dalam pembentukan pola aliran modal masuk bruto ke perekonomian Indonesia.



**Gambar 8. Aliran Modal Masuk Berbasis Utang dan Utang Pemerintah 1992-2018 (Juta USD)**

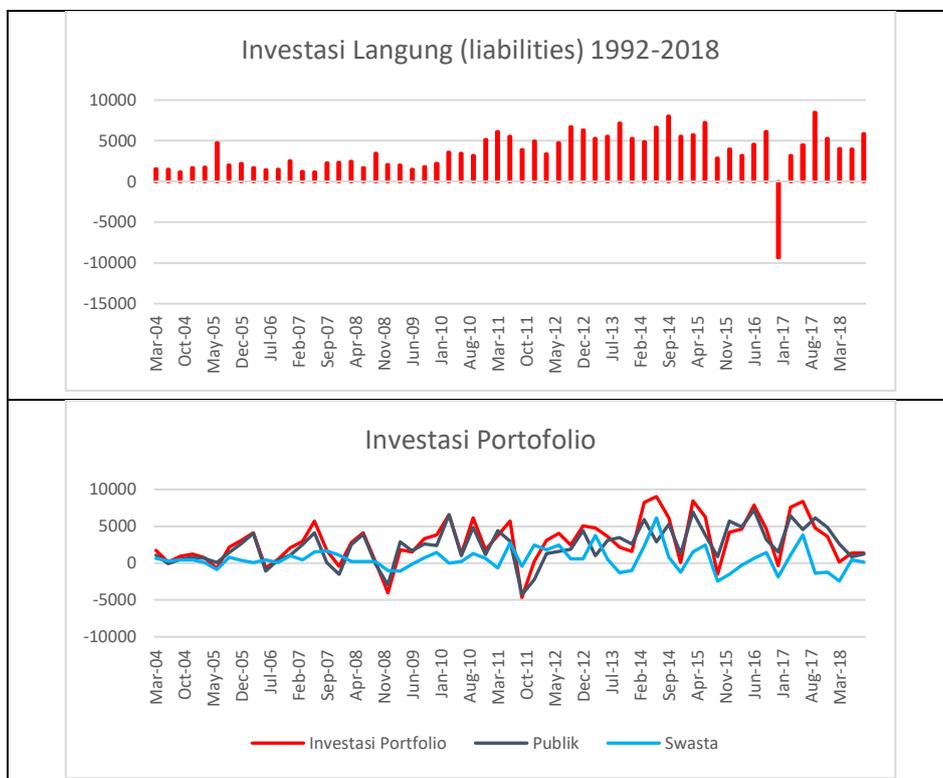
Sumber: Bank Indonesia

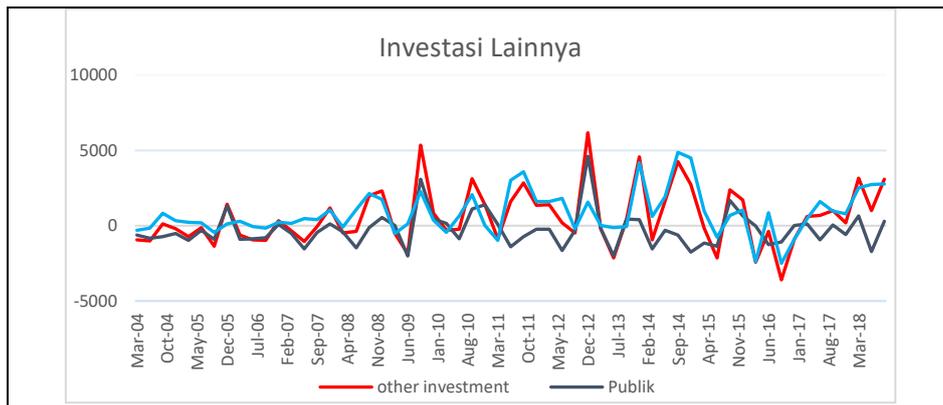
## Aliran Modal: Foreign Direct Investment, Portfolio dan Other Investment

Klasifikasi aliran modal pada neraca pembayaran dikelompokkan dalam Investasi langsung, investasi portofolio dan investasi lainnya. Pada jenis investasi langsung, selama periode analisis terjadi aliran modal masuk yang selalu positif kecuali kuartal ke empat tahun 2016, penjelasannya adalah adanya kebijakan tax amnesty pada periode tersebut. Total investasi langsung masuk ke Indonesia bahkan tetap positif pada periode krisis finansial global tahun 2008.

Investasi portofolio adalah investai dalam bentuk portofolio saham dan portofolio surat berharga lainnya, sedangkan investasi lainnya biasanya didominasi oleh utang, selain itu juga ada dalam bentuk tabungan, dan hibah. Investasi asing dalam bentuk portofolio di Indonesia setelah tahun 2004 didominasi oleh portofolio yang dikeluarkan oleh pemerintah, yaitu surat utang bank sentral dan surat utang pemerintah pusat. Pada sektor swasta jenis investasi dalam bentuk penyertaan modal (saham) lebih dominan di dibandingkan dengan instrumen utang dalam investasi portofolio. Hasil temuan ini mengkonfirmasi aliran modal masuk dalam jenis portofolio utang pemerintah di Indonesia porsinya besar dan untuk aliran modal ke sektor swasta didominasi oleh instrumen portofolio saham.

Pada jenis investasi lainnya (*other investment*) yang sebagian besarnya dalam bentuk pinjaman sektor perbankan dan tabungan non residen di dalam sistim perbankan Indonesia, data menunjukkan aliran modal ke sektor swasta lebih mendominasi aliran modal pemerintah. Hasil ini tidak terlepas dari sejak tahun 2004 pemerintah tidak lagi menggunakan instrumen utang multilateral sebagai sumber pembiayaan defisit anggaran, tetapi lebih menggunakan instrumen obligasi pemerintah untuk mendapatkan pembiayaan defisit anggaran dari pasar finansial baik domestik maupun global. Dengan demikian, aliran modal lainnya tersebut merupakan indikator aliran dana asing yang secara langsung masuk ke sistim perbankan Indonesia melalui transaksi pinjaman dan tabungan swasta.





**Gambar 9. Aliran Modal Masuk Bruto Berdasarkan Jenis Investasi 1992-2018 (Juta USD)**

**Sumber: Bank Indonesia**

Berdasarkan dekomposisi aliran modal masuk ke sektor swasta dan pemerintah dalam sistim finansial Indonesia beberapa kondisi umum yang dapat disimpulkan adalah sebagai berikut:

Sektor pemerintah mendominasi jenis investasi masuk dengan instrumen portofolio utang pemerintah di pasar modal domestik sebagai tujuan utama investasi asing tersebut. Dalam jumlah yang relatif lebih rendah aliran modal masuk ke portofolio saham di sektor swasta. Pola aliran dana masuk ke perekonomian Indonesia dalam jenis investasi portofolio dibentuk oleh pergerakan investasi asing yang masuk ke sektor pemerintah. Sementara itu terlihat juga bahwa aliran modal tersebut menunjukkan fluktuasi tinggi sejak tahun 2004 sampai tahun 2018. Jenis aliran modal lainnya yang sebagian besar merupakan utang dan tabungan non residen di sistim perbankan Indonesia didominasi aliran modal ke sektor swasta.

Pada tataran besaran investasi asing yang masuk ke Indonesia, investasi portofolio adalah investasi yang paling besar nilainya dibandingkan dua jenis investasi masuk yang lain, jenis investasi portofolio ini juga memiliki tingkat fluktuasi yang paling tinggi. Sistim finansial Indonesia dapat dikatakan rentan terhadap fluktuasi aliran modal masuk ke perekonomian domestik mengingat sektor finansial Indonesia belum cukup dalam dan berkembang. Berdasarkan tujuannya, aliran modal masuk utama dalam perekonomian Indonesia yang didominasi oleh sektor pemerintah, dapat dikatakan guncangan eksternal terhadap aliran modal internasional (*global push factors*) akan lebih berperan dalam menentukan fluktuasi dana asing masuk ke perekonomian domestik dibandingkan kondisi ekonomi domestik (*domestic pull factors*)

## METODE PENELITIAN

Penelitian menggunakan data time series. Data yang digunakan adalah data sekunder dari publikasi resmi yaitu Bank Indonesia untuk data arus modal dan kredit bank, Dana Moneter Internasional (IMF) untuk data indeks harga komoditas internasional dan indeks volatilitas pasar keuangan global (VIX). Periode analisis dalam penelitian ini adalah triwulan I tahun 1993 sampai dengan triwulan IV tahun 2018. Pemilihan sampel data ini didasarkan pada ketersediaan rangkaian data terpanjang menggunakan frekuensi data triwulanan di Indonesia. Pada penelitian ini digunakan analisis Grafis, *Concordance Indeks*, Analisis Korelasi dan

Pengujian Menggunakan *Granger Causality Test*<sup>1</sup>. *Concordance Indeks* adalah metode untuk mengevaluasi sinkronisasi antar siklus yang dikembangkan oleh Harding dan Pagan (Harding & Pagan, 2002). *Concordance indeks* untuk variabel  $x$  dan  $y$ ,  $CI_{xy}$  dalam periode  $t= 1,2,\dots,T$  didefinisikan sebagai berikut:

$$CI_{xy} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T [C_t^x \cdot C_t^y + (1 - C_t^x) \cdot (1 - C_t^y)] \quad (2)$$

$$C_t^x = \begin{cases} 0 & \text{Jika } x \text{ pada phase kontraksi di periode } t \\ 1 & \text{Jika } x \text{ pada phase ekspansi di periode } t \end{cases}$$

$$C_t^y = \begin{cases} 0 & \text{Jika } y \text{ pada phase kontraksi di periode } t \\ 1 & \text{Jika } y \text{ pada phase ekspansi di periode } t \end{cases}$$

Dengan demikian  $CI_{xy}$  adalah ukuran periode waktu untuk variabel  $x$  dan  $y$  yang bergerak ke arah yang sama. Kedua siklus akan prosiklis secara sempurna jika nilai  $CI_{xy} = 1$ , dan sebaliknya kontrasiklis sempurna jika  $CI_{xy} = 0$ .

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### *Interaksi Siklus Harga Komoditas dan Siklus Finansial Global Dengan Siklus Aliran Modal di Indonesia*

**Tabel 1.**  
**Concordance Indeks Interaksi Siklus Finansial Global dan Harga Komoditas dengan Siklus Aliran Modal Indonesia**

	Siklus Aliran Modal (Utang)	Siklus Aliran Modal (Ekuitas)	Siklus Aliran Modal (Total)
Siklus Harga Komoditas Ekspor Indonesia	0,6262	0,6449	0,6449
Siklus Finansial Global	0,2897	0,4579	0,3645

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Menggunakan hasil perhitungan *concordance indeks* pada Tabel 1, terlihat bahwa untuk siklus total aliran modal dan siklus aliran modal berbasis utang memiliki nilai yang rendah untuk interaksinya dengan siklus finansial global. Hanya 28.97 persen dari tiap periode data yang memiliki kesamaan phase siklus untuk interaksi antara siklus aliran modal berbasis utang dengan siklus finansial global, selebihnya memiliki arah yang berlawanan. Pada interaksi antara siklus aliran modal total dengan siklus finansial global, hanya 36.45 persen dari phase siklus yang memiliki arah bersamaan. Sehingga kedua siklus aliran modal tersebut menunjukkan interaksi kontrasiklis dengan siklus finansial global. Pada siklus aliran modal berbasis ekuitas, sebesar 45.79 persen memiliki kesamaan arah dengan siklus finansial global. Meskipun tidak dapat dikatakan bahwa siklus aliran modal berbasis ekuitas prosiklis dengan siklus finansial global, tetapi dibandingkan dengan siklus aliran modal berbasis utang, siklus aliran modal berbasis ekuitas lebih prosiklis. Secara umum berdasarkan hasil analisis interaksi

<sup>1</sup> Selain Metode Concordance Index, metode untuk menganalisa interaksi antar siklus lainnya yaitu Granger Causality test dan analisis grafis menggunakan even analisis, relatif mudah ditemui dalam literatur statistika dan ekonometrika, sehingga hanya formulasi Concordance Index yang kami paparkan untuk evaluasi keterkaitan antar siklus pada metode analisis penelitian ini.

antar siklus ini dan hasil temuan model SVAR, tingginya volatilitas (risiko) di pasar finansial global justru mendorong aliran modal keluar perekonomian Indonesia, dan pada phase siklus finansial global mengalami risiko rendah (kontraksi), aliran modal ke Indonesia juga mengalami periode ekspansi.

**Tabel 2.**  
**Korelasi Siklus Finansial Global, Siklus Harga Komoditas Ekspor dan Siklus Aliran Modal Indonesia**

Komponen Siklus	Siklus Aliran Modal (Utang)	Siklus Aliran Modal (Ekuitas)	Siklus Aliran Modal (Total)
Siklus Finansial Global (t+2)	-0,29939482	-0,036151343	-0,232887154
Siklus Finansial Global (t+1)	-0,394990016	-0,174468547	-0,358278442
Siklus Finansial Global	-0,45183939	-0,333153876	-0,463744513
Siklus Finansial Global (t-1)	-0,451041582	-0,483353564	-0,523786122
Siklus Finansial Global (t-2)	-0,389557532	-0,600911689	-0,526423999
Siklus Harga Komoditas Ekspor (t+2)	0,262923989	0,360459590	0,464379669
Siklus Harga Komoditas Ekspor (t+1)	0,368367332	0,533624115	0,556061520
Siklus Harga Komoditas Ekspor	0,441358386	0,662488977	0,588999964
Siklus Harga Komoditas Ekspor (t-1)	0,467512271	0,734907436	0,565044617
Siklus Harga Komoditas Ekspor (t-2)	0,437361855	0,742818808	0,491401044

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Tabel 2. adalah koefisien korelasi antara siklus aliran modal Indonesia dengan siklus finansial global dan siklus harga komoditas. Korelasi dihitung untuk 5 periode korelasi, yaitu pada dua kuartal sebelum sampai dua kuartal sesudah siklus finansial global dan siklus harga komoditas (t-2 sampai t+2). Dengan menggunakan analisis korelasi ini, dapat diketahui apakah pergerakan siklus finansial global dan siklus harga komoditas mendahului, bersamaan atau sesudah siklus aliran modal masuk ke Indonesia. Menggunakan analisis korelasi antar siklus pada Tabel 2. menunjukkan, siklus finansial global berkorelasi paling erat dengan siklus aliran modal berbasis utang pada periode  $t = 0$ . Hasil ini menunjukkan bahwa aliran modal berbasis utang memiliki pergerakan yang bersamaan dengan siklus finansial. Selanjutnya korelasi antara siklus finansial global dengan siklus aliran modal berbasis ekuitas dan total aliran modal, menunjukkan siklus finansial global adalah lead factor terhadap siklus aliran modal total dan siklus aliran modal berbasis utang. Seluruh korelasi tersebut menunjukkan nilai negatif, sehingga mengkonfirmasi hasil analisis sebelumnya yang menunjukkan peningkatan risiko di pasar finansial global mendorong keluarnya aliran modal dari perekonomian Indonesia.

Pada hasil perhitungan korelasi antara siklus harga komoditas ekspor Indonesia dengan siklus total aliran modal, menunjukkan bahwa aliran modal memiliki korelasi positif di periode  $t = 0$ , dengan demikian kenaikan harga komoditas memiliki kaitan langsung dengan total aliran modal. Namun untuk korelasi antara siklus harga komoditas ekspor dengan aliran modal berbasis utang dan ekuitas, maka siklus harga komoditas cenderung mendahului kedua jenis siklus tersebut. Hasil ini mengindikasikan bahwa siklus harga komoditas ekspor Indonesia relatif sama atau mendahului pergerakan dari siklus aliran modal di Indonesia. Hasil analisis korelasi antara siklus harga komoditas dan siklus aliran modal ini menunjukkan

siklus harga komoditas periode t-2 memiliki keterkaitan yang erat dengan (0.74) dengan siklus aliran modal berbasis harga komoditas. Episode ekspansi siklus harga komoditas global cenderung akan diikuti oleh episode masuknya investasi asing ke perekonomian Indonesia yang berbasis komoditas primer.

Siklus finansial global dan siklus harga komoditas memiliki korelasi yang cukup kuat dengan siklus aliran modal Indonesia. Selanjutnya siklus aliran modal ke Indonesia juga memiliki keterkaitan yang prosiklis dengan kedua siklus dari faktor eksternal tersebut. Dibandingkan dengan siklus finansial global, siklus aliran modal dalam perekonomian Indonesia memiliki korelasi dan interaksi yang lebih erat dengan siklus harga komoditas ekspor. Periode ekspansi di siklus finansial global dan siklus harga komoditas ekspor Indonesia akan menjadi faktor pendorong utama masuknya modal asing ke perekonomian Indonesia. Tingkat pembangunan sistim finansial dan kedalaman sektor finansial menjadi issue penting untuk menghadapi dampak negatif dari aliran modal masuk (keluar) yang berlebihan ke (dari) perekonomian Indonesia. Pada tataran analisis teoritis, masuknya aliran modal yang berlebihan ke perekonomian Indonesia akan memicu meningkatnya peluang terjadinya pembalikan arah aliran modal keluar, sehingga dapat memicu krisis finansial dalam perekonomian. Pada tataran empiris, hasil temuan penelitian ini mengungkapkan bahwa selain siklus finansial global, siklus harga komoditas ekspor Indonesia di pasar internasional memiliki keterkaitan yang lebih erat dengan siklus aliran modal.

### ***Interaksi Siklus Aliran Modal dan Siklus Finansial di Indonesia***

Besaran nilai hasil perhitungan concordance indeks antara siklus aliran modal dengan siklus finansial di Indonesia menunjukkan angka yang tidak terlalu tinggi dan dapat dikatakan cenderung acyclical atau tidak pro siklis ataupun kontrasiklis. Hanya interaksi siklus aliran modal dengan siklus kredit perbankan ke non lapangan usaha yang memiliki concordance indeks diatas 50 persen. Hasil ini mengindikasikan bahwa siklus aliran modal di Indonesia yang dipengaruhi oleh siklus finansial global dan pergerakan harga komoditas menyebabkan aliran dana yang masuk ke perekonomian Indonesia sebagian besar adalah dana jangka pendek, sehingga memiliki interaksi yang cenderung acyclical dengan kredit perbankan ke dunia usaha dan sedikit lebih prosiklis untuk kredit ke non lapangan usaha. Kredit ke non lapangan usaha didominasi oleh kredit perbankan yang dialokasikan ke kredit konsumsi dan memiliki jangka waktu yang pendek.

**Tabel 3 Concordance Indeks Interaksi Siklus Finansial Dengan Siklus Aliran Modal Indonesia**

Interaksi Siklus	Siklus Kredit Total	Siklus Kredit ke Lapangan Usaha	Siklus Kredit ke Non Lapangan Usaha
Siklus Aliran Modal (Debt based)	0.4854	0.4660	0.5534
Siklus Aliran Modal (Equity based)	0.5340	0.5049	0.5340
Siklus Aliran Modal Total	0.4951	0.4854	0.5534

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Pada analisis concordance indeks, perhitungan dilakukan dengan menggunakan data periode yang sama, sehingga menyebabkan perilaku prosiklis dengan perbedaan waktu (time lag) sulit terdeteksi. Dengan menggunakan analisis grafis, terlihat bahwa ada time lag dimana siklus aliran modal mendahului siklus finansial di Indonesia. Pada tahapan selanjutnya

dengan menggunakan analisis korelasi antar siklus dapat terkonfirmasi temuan pada analisis grafis tersebut.

**Tabel 4. Korelasi Siklus Finansial Dengan Siklus Aliran Modal Indonesia**

	Siklus Kredit Total	Siklus Kredit Ke Lapangan Usaha	Siklus Kredit Ke Non Lapangan Usaha
Siklus Capital Inflow (Debt Base) t-2	0.2728	0.2147	0.5839
Siklus Capital Inflow (Debt Base) t-1	0.1432	0.0814	0.5158
Siklus Capital Inflow (Debt Base)	0.0303	-0.0309	0.4306
Siklus Capital Inflow (Debt Base) t+1	-0.0624	-0.1194	0.3357
Siklus Capital Inflow (Debt Base) t+2	-0.1318	-0.1814	0.2365
Siklus Capital Inflow (Equity Base) t-2	0.2800	0.2763	0.3984
Siklus Capital Inflow (Equity Base) t-1	0.2850	0.2741	0.3649
Siklus Capital Inflow (Equity Base)	0.2834	0.2657	0.3226
Siklus Capital Inflow (Equity Base) t+1	0.2783	0.2537	0.2769
Siklus Capital Inflow (Equity Base) t+2	0.2632	0.2319	0.2256
Siklus Total Capital Inflow t-2	0.3119	0.2681	0.5164
Siklus Total Capital Inflow t-1	0.2194	0.1700	0.4878
Siklus Total Capital Inflow	0.1365	0.0848	0.4440
Siklus Total Capital Inflow t+1	0.0670	0.0155	0.3919
Siklus Total Capital Inflow t+2	0.0105	-0.0382	0.3333

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Korelasi antara siklus aliran modal dan siklus finansial di Indonesia menunjukkan korelasi yang kurang erat. Hasil perhitungan koefisien korelasi siklus aliran modal dengan siklus pada ketiga jenis kredit menunjukkan hanya kredit ke non lapangan usaha yang memiliki korelasi relatif kuat. Hasil analisis juga menunjukkan siklus aliran modal mendahului pergerakan siklus finansial di Indonesia. Implikasi hasil temuan ini adalah, meningkatnya harga komoditas ekspor utama Indonesia dalam jangka waktu panjang akan menyebabkan masuknya aliran modal dalam jangka waktu yang panjang ke perekonomian Indonesia. Selanjutnya akan memiliki dampak terhadap semakin panjangnya durasi ekspansi siklus finansial di Indonesia. Sebaliknya jika terjadi pembalikan arah dari aliran modal sebagai akibat turunnya harga komoditas ekspor utama Indonesia dapat mengakibatkan kontraksi siklus finansial yang tajam dalam perekonomian Indonesia.

## SIMPULAN

Hasil deskriptif statistik kondisi struktur finansial Indonesia menunjukkan dominasi kuat oleh sektor perbankan dalam sistim finansial Indonesia. Hasil analisis ini mendukung penggunaan indikator kredit perbankan sebagai proksi untuk menganalisa siklus finansial di Indonesia. Perilaku aliran modal di Indonesia menjadi semakin fluktuatif pada periode paska krisis finansial global. Hasil temuan ini terkait dengan pergerakan dari harga komoditas primer internasional. Siklus aliran modal berbasis utang memiliki interaksi yang erat dengan siklus harga komoditas, dibandingkan siklus finansial global siklus harga komoditas memiliki

keterkaitan yang lebih erat dengan siklus aliran modal di Indonesia. Siklus aliran modal di Indonesia memiliki keterkaitan erat dengan siklus finansial Indonesia. Keduanya memiliki hubungan yang pro siklikal dan siklus aliran modal adalah leading indikator bagi siklus finansial di Indonesia.

## DAFTAR RUJUKAN

- Borio, C. E. V., & Disyatat, P. (2011). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1541243>
- Byrne, J. P., & Fiess, N. (2016). International capital flows to emerging markets: National and global determinants. *Journal of International Money and Finance*, 61, 82–100. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.11.005>
- Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2009). Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008(2), 1–55. <https://doi.org/10.1353/eca.0.0013>
- Davis, J. S. (2015). The macroeconomic effects of debt- and equity-based capital inflows. *Journal of Macroeconomics*, 46, 81–95. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2015.07.006>
- Freixas, X., & Jorge, J. (2008). The role of interbank markets in monetary policy: A model with rationing. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(6), 1151–1176. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2008.00152.x>
- Harding, D., & Pagan, A. (2002). Dissecting the cycle: A methodological investigation. *Journal of Monetary Economics*, 49(2), 365–381. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(01\)00108-8](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(01)00108-8)
- Koepke, R. (2019). What Drives Capital Flows To Emerging Markets? a Survey of the Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys*, 33(2), 516–540. <https://doi.org/10.1111/joes.12273>
- Merton, R. C. (1995). *A Functional Perspective of Financial Intermediation*. 24(2), 23–41.
- Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. S., & Reinhardt, D. B. S. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. *IMF Staff Position Notes*. <https://doi.org/10.5089/9781462347513.004>