

ANALISIS PERTUMBUHAN EKONOMI MELALUI JALUR TRANSMISI *CURRENT ACCOUNT* DAN *CAPITAL INFLOW* DI INDONESIA

Yasmin*

Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada
Bulaksumur, Caturtunggal, Kec. Depok, Kabupaten Sleman,
Daerah Istimewa Yogyakarta
Yasmin@mail.ugm.ac.id

*Corresponding author: Yasminlaodee@gmail.com

Abstrak

Pertumbuhan ekonomi merupakan sebagai salah satu indikator ekonomi yang harus di optimalkan dalam menjaga kestabilan perekonomian di Indonesia. hal ini perlu dilakukan karena dalam beberapa tahun terakhir pemerintah Indonesia belum mampu mengoptimalkan pertumbuhan ekonomi sesuai dengan target pertumbuhan yang ingin dicapai setiap tahunnya. Dalam artikel ini, kami memberikan analisis empiris tentang pertumbuhan ekonomi di Indonesia selama periode 2001-2021, dengan mempertimbangkan variabel-variabel makro seperti inflasi, nilai tukar, inflasi, dan suku bunga yang mungkin mempengaruhi tingkat pertumbuhan ekonomi, baik melalui jalur transmisi capital inflow maupun current account. Dengan mengadopsi model estimasi Two Stage Least Squared (TSLS), kami menemukan bahwa harga minyak dunia dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi melalui capital inflow, sedangkan melalui jalur current account, variabel harga minyak dunia, nilai tukar dan suku bunga yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Berdasarkan temuan ini, kami menyarankan bahwa dalam penyusunan kebijakan optimalisasi pertumbuhan ekonomi sesuai dengan target yang dirumuskan, pemerintah harus mempertimbangkan fluktuasi harga minyak dunia, nilai tukar rupiah, dan suku bunga, karena variabel-variabel tersebut dapat mempengaruhi volatilitas pertumbuhan ekonomi secara tidak langsung.

Kata Kunci: *current account, capital inflow, pertumbuhan ekonomi*

Abstract

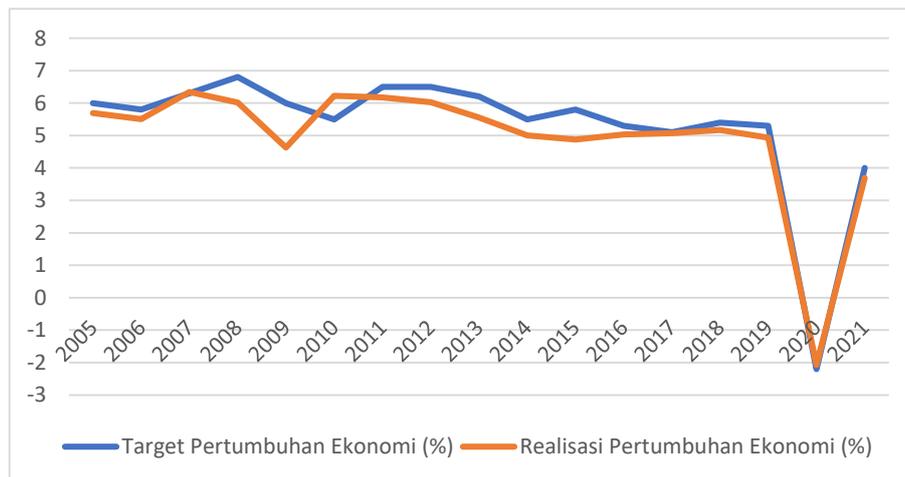
Economic growth is one of the economic indicators that must be optimized in maintaining economic stability in Indonesia. this needs to be done because in recent years the Indonesian government has not been able to optimize economic growth in accordance with the growth targets to be achieved every year. In this article, we provide an empirical analysis of economic growth in Indonesia during the period 2001-2021, taking into account macroeconomics variables such as inflation, exchange rate, inflation, and interest rates that may affect economic growth rates, both through capital inflow transmission channels and current accounts. By adopting the Two Stage Least Squared (TSLS) estimation model, we found that world oil prices and exchange rates have a significant effect on economic growth through capital inflows, while through current account channels, variable world oil prices, exchange rates and interest rates that affect economic growth. Based on these findings, we suggest that in the formulation of economic growth optimization policies in accordance with the formulated targets, the government should consider fluctuations in world oil prices, rupiah exchange rates, and interest rates, because these variables can indirectly affect the volatility of economic growth.

Keywords: *current account, capital inflow, economic growth*

PENDAHULUAN

Salah satu indikator untuk melihat kinerja pembangunan sebuah negara adalah dengan melihat pertumbuhan ekonominya. Laju pertumbuhan ekonomi yang cepat merupakan cita-cita setiap negara khususnya negara berkembang. Hal ini diperlukan untuk meningkatkan taraf hidup dan kesejahteraan masyarakat di negara tersebut. Pertumbuhan ekonomi Secara agregat diukur berdasarkan pendapatan nasional negara tersebut. Nilai pendapatan nasional yang tinggi diasumsikan bahwa kondisi perekonomian suatu negara dalam keadaan baik. Peningkatan pendapatan nasional menunjukkan adanya pertumbuhan kegiatan ekonomi yang dapat meningkatkan pendapatan dan produksi nasional yang lebih tinggi pula.

Pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam 20 tahun terakhir cenderung bergerak fluktuatif, dimana nilai terendahnya terjadi pada tahun 2001 dan 2020, yaitu masing-masing 1.43 dan -2.07 persen. Pada 10 tahun terakhir, pertumbuhan ekonomi Indonesia cenderung membaik. Dimana nilainya selalu di atas 4 persen. Meskipun demikian, secara agregat dalam kurun 20 tahun terakhir pertumbuhan ekonomi selalu dibawah target yang telah disetujui dalam APBN.



Gambar 1. Grafik Pergerakan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia Tahun 2005-2021

Sumber: World Bank, Bank Indonesia, dan Kementerian Keuangan

Gambar 1 menunjukkan realisasi pertumbuhan ekonomi dan target yang telah ditetapkan pemerintah Indonesia dalam APBN dalam kurun 15 tahun terakhir. Berdasarkan grafik tersebut, dari tahun ke tahun pemerintah belum mencapai target yang ditetapkan secara rata-rata. Penyebab tidak tercapainya target tersebut berbeda-beda setiap tahunnya. Misalnya pada tahun 2020 pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami kontraksi hingga minus 2,07. Menurut Bofinger *et al.*, (2020) kontraksi ekonomi yang terjadi tahun 2020 disebabkan oleh adanya pandemi *covid-19*, dimana pasokan tenaga kerja berkurang oleh pembatasan mobilitas dan dengan tindakan pencegahan yang diambil setiap negara sebagai respons terhadap risiko mortalitas dan morbiditas, sementara kapasitas produktif dan produktivitas terpengaruh oleh jarak sosial, baik akibat kebijakan atau timbul dari tindakan pencegahan dari masyarakat itu sendiri (*supply shock*). Peningkatan terkait dalam ketidakpastian dan penurunan pendapatan menyebabkan penurunan konsumsi dan investasi (*demand shock*). Situasi memburuk dalam krisis global karena guncangan penawaran dan permintaan negatif ditransmisikan ke seluruh negara melalui hubungan perdagangan dan keuangan.

Dalam fungsi produksi dijelaskan bahwa produksi ditentukan oleh tenaga kerja dan modal. Variabel-variabel tersebut merupakan sumber utama yang diperlukan untuk memproses bahan baku menjadi output. Semakin besar nilai tambah dalam memproduksi barang dan jasa, ini mengindikasikan akan kenaikan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Di Indonesia, modal merupakan salah satu faktor penting dalam optimalisasi produksi barang dan jasa. Oleh karena itu, masuknya modal asing (*Capital Inflow*) diperlukan untuk menutupi kurangnya penanaman modal dalam negeri (PMDN). Dengan demikian, secara tidak langsung modal yang besar merupakan instrumen penting dalam mencapai target pertumbuhan ekonomi.

Disamping modal, perdagangan internasional juga termasuk penentu dalam pertumbuhan ekonomi sebuah negara. Adanya *international trade* memungkinkan negara-negara di dunia saling berinteraksi satu sama lain. Perdagangan internasional mencakup kegiatan ekspor-impor, dan diklasifikasikan menjadi dua yaitu perdagangan barang dan jasa (Tambunan, 2001). Terdapat tiga manfaat dari adanya perdagangan internasional ini bagi suatu negara. Pertama, suatu negara dapat memperoleh komoditas yang tidak dihasilkan dalam negaranya (impor). Kedua, negara tersebut mendapatkan keuntungan spesialisasi sehingga dapat memaksimalkan kualitas komoditas yang diproduksi. Ketiga, adanya perluasan pasar untuk komoditi yang dihasilkan. Komoditas yang dihasilkan tersebut dapat dijual ke negara lain (ekspor), dan menjadi sumber pendapatan Nasional. Kegiatan ekspor dan impor suatu negara akan tercatat dalam *Current account*, yang merupakan komponen dari *Balance of payment* (Salvatore, 2012).

Berdasarkan data dan uraian tersebut, penting bagi Indonesia untuk mempertimbangkan berbagai faktor dalam menjaga dan meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pertumbuhan ekonomi Indonesia, baik melalui jalur transmisi *capital inflow* maupun *current account* dengan memperhatikan berbagai variabel makro terkait. Temuan penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan otoritas terkait dalam merumuskan kebijakan yang bertujuan untuk memaksimalkan pertumbuhan ekonomi Indonesia sesuai dengan potensinya. Selain itu, dapat digunakan untuk melengkapi referensi yang ada sehingga nantinya dapat menjadi pedoman bagi peneliti selanjutnya.

KERANGKA TEORI

Pertumbuhan ekonomi dapat didefinisikan sebagai perkembangan barang dan jasa yang diproduksi dalam masyarakat bertambah. Peningkatan ini disebabkan oleh faktor produksi, investasi, teknologi dan tenaga kerja (Sukirno, 2013). Jika pendapatan riil suatu masyarakat pada tahun tertentu lebih tinggi dari pendapatan riilnya pada tahun sebelumnya, maka dapat dianggap bahwa perekonomian suatu negara sedang bertumbuh (Riyad, 2012). Indikator yang biasa digunakan adalah Gross Domestic Product (GDP) (Mankiw, 2021). Lebih lanjut lagi, dalam jangka Panjang adanya penambahan tenaga kerja dan perkembangan teknologi akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Sederhananya, dalam model ini pertumbuhan ekonomi merupakan fungsi dari modal, tenaga kerja, dan teknologi (Zhao, 2019)

Pembangunan ekonomi suatu negara membutuhkan modal yang relatif besar. Oleh karena itu, aliran modal masuk (*capital inflow*) sangat dibutuhkan untuk menutupi kekurangan modal yang dihadapi oleh suatu negara. *Capital inflow* ini kemudian terbagi menjadi dua yaitu Foreign Direct Investment dan Portfolio Foreign Investment (Todaro & Smith, 2006).

Selain faktor modal, pertumbuhan ekonomi juga dapat dicapai melalui aktivitas perdagangan internasional. Terdapat banyak manfaat dari adanya perdagangan internasional ini, salah satunya perluasan pasar untuk komoditas-komoditas yang dihasilkan dalam negeri yang dapat dijual keluar negeri. Perdagangan internasional mencakup aktivitas Ekspor-impor yang tergambar kan dalam neraca transaksi berjalan (*Current Account*). *Current account* merupakan gambaran nilai transaksi dari kegiatan barang dan jasa (Sukirno, 2013). Selain itu, *current account* juga menggambarkan produktivitas suatu negara. Ketika *current account* defisit, ini menunjukkan bahwa kegiatan impor lebih banyak dilakukan daripada ekspor. Implikasinya adalah negara tersebut masih belum dapat memenuhi kebutuhan di dalam negerinya. Sebaliknya, *current account* yang *surplus* menandakan bahwa produksi barang dan jasa dalam negara tersebut sudah melebihi dari yang dibutuhkan dalam negeri, sehingga dengan adanya ekspor pemerintah dapat mengambil keuntungan dari bertambahnya cadangan devisa negara tersebut.

Kaitan Teoritis *Capital Inflow* dan Pertumbuhan Ekonomi

Karena *input* modal dapat mendorong produksi dalam negeri, maka hubungan antara aliran modal masuk dan pertumbuhan ekonomi relatif erat. Menurut Krugman dan Obstfeld (2004) investasi asing langsung adalah aliran keuangan internasional yang melaluinya bisnis dari satu negara memulai atau mengembangkan operasi atau jaringan bisnis di negara lain. Menurut Todaro dan Smith (2006), adanya investasi portofolio dapat meningkatkan modal bagi perusahaan-perusahaan domestik, yang kemudian berimplikasi pada kenaikan produktivitas dalam negeri. Selain itu, Madojemu (2020) juga menyatakan bahwa dengan adanya *capital inflow*, pendapatan domestic suatu negara dapat meningkat sehingga disparitas pendapatan masyarakat dalam negara tersebut dapat diatasi.

Kaitan Teoritis *Current Account* dan Pertumbuhan Ekonomi

Hubungan *current account* dan pertumbuhan ekonomi dapat dilihat pada sudut pandang kegiatan ekspor. Salvatore (2012) menyatakan bahwa kegiatan ekspor adalah salah satu faktor penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi sebuah negara. Selanjutnya Pujoalwanto (2014) mengemukakan bahwa peningkatan ekspor merupakan sumber utama devisa negara. Devisa ini kemudian dipakai untuk membiayai seluruh kegiatan impor yang dibutuhkan untuk kegiatan produksi di dalam negeri.

Hubungan antara ekspor dengan pertumbuhan ekonomi lebih lanjut dijelaskan oleh Jung dan Marshall (1985) yang mengatakan bahwa ekspor merupakan penggerak pertumbuhan ekonomi (*export-led growth*). Paradigma bahwa ekspor dapat mendorong pertumbuhan ekonomi mulai berkembang pada tahun 1970-an dan lebih dikenal dengan istilah *export-led growth* (ELG). Konsep ini kemudian telah berevolusi dan menyesuaikan diri dengan kondisi perekonomian global dan khususnya masing-masing negara di dunia.

Kaitan Teoritis Harga Minyak Dunia dan *Capital Inflow*

Minyak mentah adalah komoditas yang diperdagangkan secara publik oleh OPEC dan harganya ditentukan oleh kekuatan permintaan dan pasokan di seluruh dunia. *Signalling theory*, menjelaskan dinamika investasi dua pihak (pribadi atau perusahaan) dalam sehubungan dengan akses dan pemrosesan informasi yang berbeda oleh kedua belah pihak. Semua pemangku kepentingan pasar membutuhkan informasi untuk membuat manajemen risiko portofolio, alokasi modal & mengambil keputusan investasi,

oleh karena itu informasi yang diungkapkan di pasar memiliki pengaruh signifikan terhadap proses pengambilan keputusan investasi mereka (Stiglitz, 2000). Menyoroti bahwa asimetri informasi muncul ketika pelaku pasar tidak memiliki jenis informasi yang sama & asimetri terjadi ketika satu peserta memegang informasi pribadi & tidak berbagi untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang tinggi.

Jalur transmisi untuk melihat pengaruh harga minyak dunia terhadap *capital inflow* dapat dilihat dari *supply side shock effect*. Adanya *shock* harga minyak dunia akan berdampak pada peningkatan *marginal cost*. Hal ini dikarenakan harga minyak dunia adalah salah satu biaya input utama dalam setiap perusahaan. Kenaikan *cost of production* pada akhirnya akan mempengaruhi keputusan perusahaan untuk berinvestasi baik dalam negeri maupun luar negeri (Lardic & Mignon; Salisu, Isah, Oyewole, & Akannie, 2017)

Kaitan Teoritis Inflasi dan *Capital Inflow*

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada *Eclectic Theory* (Dunning, 1988). Ada empat hal yang melatarbelakangi suatu perusahaan untuk melakukan *direct investment* ke suatu negara, yakni *market seeking*, *resource seeking*, *efficiency seeking*, and *strategic asset seeking*. *Market seeking* bertujuan untuk menembus pasar lokal dari negara tujuan dan biasanya terhubung dengan: ukuran pasar dan pendapatan per kapita, pertumbuhan pasar, akses ke pasar regional dan global, preferensi konsumen dan struktur pasar domestik. *Asset seeking* mencari dan mengamankan sumber daya alam, misalnya, bahan mentah, biaya tenaga kerja unit yang lebih rendah dari tenaga kerja tidak terampil dan kumpulan tenaga kerja terampil, infrastruktur fisik (pelabuhan, jalan, listrik, dan telekomunikasi), serta tingkat teknologi. *Efficiency seeking* dimotivasi dengan menciptakan sumber daya saing baru untuk perusahaan dan pergi ke tempat di mana biaya produksi lebih rendah. Terakhir, *strategic asset seeking* bertujuan memajukan strategi global atau regional perusahaan ke dalam jaringan asing dari aset yang dibuat seperti teknologi, kemampuan organisasi dan pasar (Faeth, 2009).

Botrić dan Škuflić (2006) menyatakan bahwa inflasi merupakan faktor pendorong *efficiency seeking investment*. Inflasi yang tinggi dan fluktuatif adalah tanda yang jelas akan ketidakstabilan ekonomi makro dan juga dianggap sebagai penghambat investasi. Nnadi & Soobaroyen (2015) serta Andinuur (2013) juga menyimpulkan bahwa inflasi merupakan ukuran kestabilan makro suatu negara. Oleh karena itu, volatilitas inflasi akan menjadi pertimbangan investor dalam melakukan investasi.

Kaitan Teoritis Nilai Tukar dan *Capital Inflow*

The Currency Areas Hypothesis adalah gagasan yang mendasari korelasi antara perubahan nilai tukar dan *capital inflow*. Menurut hipotesis, bisnis di negara-negara dengan mata uang kuat relatif terhadap negara lain lebih mungkin untuk berinvestasi daripada di negara-negara dengan mata uang lemah karena risiko yang lebih tinggi (Mundell, 1968). Menurut paradigma ini, setidaknya dua dari empat penyebab berikut membuat depresiasi mata uang di negara tujuan cenderung menarik investasi. Pertama karena reputasinya, perusahaan multinasional (MNEs) memiliki keunggulan dibandingkan perusahaan lokal karena mereka dapat mengakses pendanaan di pasar modal asing dalam mata uang kuat dengan harga lebih murah (Moosa, 2002). Oleh karena itu, mereka dapat memperoleh nilai hasil yang lebih besar dari proyek yang sama dari perusahaan lokal berkat biaya modal yang lebih murah, mereka dapat memulai proyek yang lebih besar dan lebih menguntungkan. Atas dasar ini, negara-negara dengan mata

uang lemah biasanya menerima investasi, sedangkan negara-negara dengan mata uang kuat biasanya memberikan investasi. Kedua, depresiasi mata uang menurunkan biaya produksi di tujuan investasi (Lily, Kogid, Mulok, Thien Sang, & Asid, 2014; Blonigen, 1997).

Kaitan Teoritis Suku Bunga dan *Capital inflow*

Di negara maju, suku bunga yang lebih rendah sesuai dengan tingkat pengembalian investasi yang lebih rendah. Akibatnya, uang atau investasi akan mengalir ke negara-negara dengan tingkat bunga yang lebih tinggi (peluang keuntungan). Hal tersebut didasarkan pada *the differential rates of return theory and hypothesis*, yang menyatakan bahwa modal bergerak dari negara-negara dengan *return* yang rendah ke negara-negara dengan pengembalian lebih besar. Hal ini dilakukan investor untuk menyamakan laba marjinal dan biaya modal marjinal (Moosa, 2002).

Tingkat bunga yang relatif tinggi di negara tuan rumah memiliki dampak positif pada *capital inflow*. Namun arah dampaknya bisa terbalik jika investor asing bergantung pada pasar modal negara tuan rumah untuk mengumpulkan dana investasi. Suku bunga adalah pengembalian investasi; investor akan menyalurkan investasi mereka dari suku bunga rendah ke suku bunga yang lebih tinggi, karena memberikan insentif kepada investor asing yang mencari pengembalian yang lebih tinggi sehingga suku bunga yang tinggi dapat menyebabkan peningkatan *capital inflow* (Grosse & Trevino, 1996). Selain itu, suku bunga yang disesuaikan dengan inflasi merupakan ukuran yang baik dari pergerakan *capital inflow* (Singhania & Gupta, 2011).

Kaitan Teoritis Minyak Dunia dan *Current Account*

Elastisitas permintaan menyatakan bahwa kenaikan harga suatu barang atau komoditi dapat memberikan pengaruh yang berbeda terhadap permintaan jika barang tersebut sangat dibutuhkan oleh suatu negara. Harga minyak dunia yang tinggi untuk negara pengimpor neto dapat menyebabkan biaya impor yang lebih tinggi dan menyebabkan defisit transaksi berjalan yang buruk. Ketika negara pengimpor neto mengurangi ketergantungan mereka pada minyak dan gas, kondisi neraca berjalan dapat meningkatkan dan mengurangi kerentanan negara tersebut terhadap fluktuasi harga yang tiba-tiba (Austvik, 1987).

Kaitan Teoritis Inflasi dan *Current account*

Inflasi dan *current account* dalam prakteknya berkorelasi negatif satu sama lain. Harga barang dan jasa yang diproduksi atau ditawarkan oleh suatu negara akan naik ketika tingkat inflasi tinggi, membuat barang dan jasa tersebut kurang kompetitif dan menyebabkan penurunan ekspor (Wild & Wild, 2019). Peningkatan harga komoditi tersebut disebabkan karena adanya peningkatan biaya produksi yang terjadi karena peningkatan harga bahan baku atau *cost push inflation*. Selain itu, menurut Kayikçi (2012) dan Madura (2018) inflasi memiliki dampak negatif terhadap *current account*, dimana kenaikan inflasi akan berimbas pada penurunan nilai *current account*. Inflasi yang tinggi di dalam negeri akan menyebabkan konsumen dan produsen dalam negeri cenderung membeli barang-barang dari luar negeri. Sehingga, nilai impor akan meningkat dan ekspor akan menurun. Kenaikan harga akan menyebabkan persaingan antara produk lokal dan produk impor, yang akan mempengaruhi kebijakan harga (Kamin, 2011). Inflasi dapat menyebabkan peningkatan harga input sehingga mengurangi produktivitas perusahaan (Dritsaki & Dritsaki, 2012; Narayan & Smyth, 2009). Karena itu, biaya produksi yang tinggi akan mengurangi daya saing suatu negara dibandingkan ke negara lain (Sinn, 2014).

Kaitan Teoritis Nilai Tukar dan *Current account*

Model Mundell-Fleming digunakan oleh Mankiw (2021) untuk menjelaskan hubungan antara nilai tukar dan jumlah perdagangan internasional. Model ini menggambarkan penyebab fluktuasi jangka pendek dalam perekonomian terbuka kecil dengan mobilitas modal yang sempurna dengan asumsi bahwa tingkat harga telah ditetapkan. Menurut model *Mundell-Fleming*, perubahan ekspor dan impor akan terjadi dari apresiasi atau depresiasi mata uang. Jumlah ekspor akan meningkat jika nilai tukar terdepresiasi, atau jika nilai mata uang domestik menurun dibandingkan dengan mata uang lainnya.

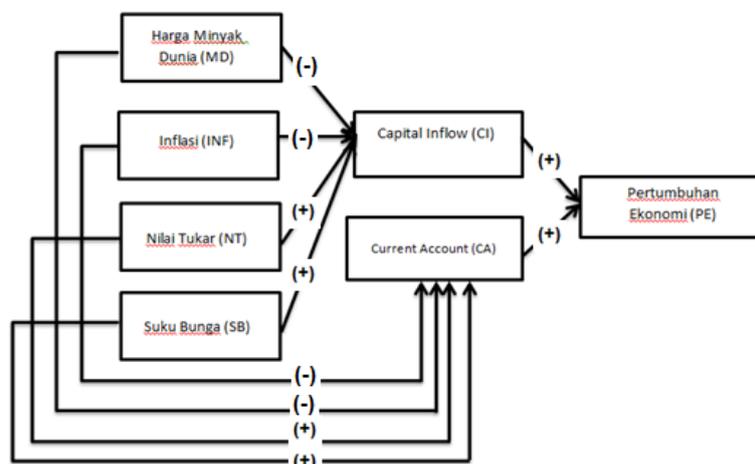
Intertemporal approach memandang saldo *current account* sebagai hasil dari pendekatan *intertemporal* menunjukkan bahwa nilai tukar riil memiliki peran dalam menjelaskan perkembangan *current account* jangka panjang melalui tingkat kecenderungan untuk menabung. Secara khusus, apresiasi nilai tukar riil meningkatkan daya beli dalam hal barang impor dari pendapatan saat ini dan masa depan, serta nilai akumulasi aset moneter dan properti dari agen domestik. Efek ini cenderung meningkatkan konsumsi barang impor dan mengurangi kecenderungan untuk menabung, yang dapat menyebabkan penurunan pada saldo akun berjalan (Yang, 2011).

Kaitan Teoritis Suku Bunga dan *Current account*

Keterkaitan teoritis antara suku bunga dan *current account* juga dapat dilihat melalui pendekatan intertemporal atau *intertemporal approach*. Tingkat suku bunga yang rendah memiliki peran dalam menjelaskan perkembangan *current account* melalui tingkat kecenderungan untuk menabung yang menurun. Jumlah impor juga akan meningkat akibat suku bunga pinjaman yang relatif rendah sehingga mendorong peningkatan konsumsi (Bank Indonesia, 2018).

Selain itu, suku bunga dapat mempengaruhi keputusan seseorang untuk mengambil kredit, dalam membiayai pembelian produk (Blanchard, 2017). Orang kurang tertarik untuk membeli sesuatu secara kredit ketika tingkat bunganya lebih tinggi (Upikirana, 2015). Suku bunga yang tinggi akan mengurangi konsumsi masyarakat yang dilakukan secara kredit, menurunkan pinjaman importir, dan berdampak pada turunnya nilai dan volume impor (Bank Indonesia, 2018).

Kerangka konseptual penelitian yang digunakan pada penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.



Gambar 2. Kerangka Konseptual Penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data-data yang terkait dengan *economic growth, current account, capital inflow, world oil Price, inflation, exchange rate*, dan *interest rate* pada tahun 2001-2021. Data yang digunakan merupakan data yang bersifat *time series* dan dihimpun dari website Bank Indonesia, *World Bank, Organisation for Economic Co-operation, and Development (OECD)*.

Metode Analisis

Untuk menguji hipotesis, metode yang digunakan adalah regresi *Two Stage Least Square (TSLS)* dan menggunakan *software STATA*. Adapun model analisisnya yaitu terlihat pada Persamaan 1.1-1.3 berikut.

$$CI = f(WO, INF, ER, IR) \quad (1.1)$$

$$CA = f(WO, INF, ER, IR) \quad (1.2)$$

$$EG = f(CI, CA) \quad (1.3)$$

Dimana:

CI: *Capital inflow*

CA: *Current account*

EG: *Economic Growth/Pertumbuhan ekonomi*

WO: *World Oil Price/Harga minyak dunia*

INF: *Inflation/Inflasi*

ER: *Exchange Rate/Nilai Tukar*

IR: *Interest Rate/Suku Bunga*

Selanjutnya, berdasarkan persamaan tersebut, maka dapat dibentuk *reduced form* sebagai berikut:

1. Persamaan untuk CI dapat ditulis seperti Persamaan 2.1-2.2 berikut.

$$CI = f(WO, INF, ER, IR) \quad (2.1)$$

$$CI = \alpha_0 + \alpha_1 WO + \alpha_2 INF + \alpha_3 ER + \alpha_4 IR + \mu_1 \quad (2.2)$$

2. Persamaan untuk CA dapat ditulis seperti Persamaan 3.1-3.2 berikut.

$$CA = f(WO, INF, ER, IR) \quad (3.1)$$

$$CA = \beta_0 + \beta_1 WO + \beta_2 INF + \beta_3 ER + \beta_4 IR + \mu_2 \quad (3.2)$$

3. Untuk persamaan EG didapatkan dengan mensubstitusikan Persamaan (2.1) untuk CI dan Persamaan (3.1) untuk CA, ke persamaan (4.1), sehingga diperoleh persamaan *reduced form* (4.2) untuk EG sebagai berikut.

$$EG = f(CI, CA) \quad (4)$$

$$EG = \delta_0 + \delta_1 CI + \delta_2 CA + \mu_3 \quad (4.1)$$

$$EG = \delta_0 + \delta_1 (\alpha_0 + \alpha_1 WO + \alpha_2 INF + \alpha_3 ER + \alpha_4 IR + \mu_1) + \delta_2 (\beta_0 + \beta_1 WO + \beta_2 INF + \beta_3 ER + \beta_4 IR + \mu_2) + \mu_3 \quad (4.2)$$

$$PE = (\delta_0 + \delta_1 \alpha_0 + \delta_2 \beta_0) + (\delta_1 \alpha_1 + \delta_2 \beta_1) Wo + (\delta_1 \alpha_2 + \delta_2 \beta_2) INF + (\delta_1 \alpha_3 + \delta_2 \beta_3) ER + (\delta_1 \alpha_4 + \delta_2 \beta_4) IR + \delta_1 \mu_1 + \delta_2 \mu_2 + \mu_3 \quad (4.3)$$

Jadi, persamaan *reduced form* untuk Persamaan 4, 4.1, 4.2, dan 4.3 terlihat pada persamaan 4.4 berikut.

$$EG = \pi_0 + \pi_1 WO + \pi_2 INF + \pi_3 ER + \pi_4 IR + V \quad (4.4)$$

Dimana:

$\pi_0 = \delta_0 + \delta_1 \ln \beta_0 + \delta_2 \ln \alpha_0$ adalah total konstanta

π_1 = pengaruh total harga minyak dunia ke pertumbuhan ekonomi yang merupakan hasil penjumlahan dari pengaruh tidak langsung sebesar $\delta_1 \alpha_1$ dan $\delta_2 \beta_1$

π_2 = pengaruh total inflasi ke pertumbuhan ekonomi yang merupakan hasil penjumlahan dari pengaruh tidak langsung sebesar $\delta_1 \alpha_2$ dan $\delta_2 \beta_2$

π_3 = pengaruh total nilai tukar ke pertumbuhan ekonomi yang merupakan hasil penjumlahan dari pengaruh tidak langsung sebesar $\delta_1 \alpha_3$ dan $\delta_2 \beta_3$

π_4 = pengaruh total suku bunga ke pertumbuhan ekonomi yang merupakan hasil penjumlahan dari pengaruh tidak langsung sebesar $\delta_1 \alpha_4$ dan $\delta_2 \beta_4$

$V = \delta_2 \mu_1 + \delta_2 \mu_1 + \mu_3$ adalah *composite random error*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Endogeneity

Tes *endogeneity* bertujuan untuk melihat apakah variabel *capital inflow* dan *current account* dalam model TSLS merupakan variabel endogen atau eksogen. Berikut disajikan Tabel 1. hasil uji *endogeneity* variabel *current account* dan *capital inflow*.

Tabel 1. Hasil Estimasi Tes Endogeneity Variabel Current Account dan Capital Inflow

Variabel	Coefficient	t	P> t
vhat_CA	-0.0832142	-1.58	0.013
vhat_CI	-0.0733591	-0.63	0.053

*) Signifikansi pada $\alpha = 10\%$

Hasil estimasi pada Tabel 1 menunjukkan bahwa variabel *current account* dan *capital inflow* merupakan variabel endogen. Simpulan ini didapatkan berdasarkan nilai vhat atau residual pada kedua variabel yang berada di bawah signifikansi pada alpha 10 persen, yaitu 0.013 dan 0.053.

Hasil Estimasi

Pada bagian ini akan membahas temuan variabel penelitian, yang meliputi dampak harga minyak global, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar mata uang terhadap pertumbuhan ekonomi secara tidak langsung melalui *capital inflow* dan *current account*. Berdasarkan hasil estimasi yang diberikan, dimungkinkan untuk menarik beberapa simpulan tentang nilai *R-squared* seperti yang ditunjukkan pada Tabel 2. Pertama, nilai *R-squared Capital inflow* (CI) sebesar 0,792 menunjukkan bahwa variasi variabel-variabel instrument (inflasi, harga minyak dunia, suku bunga, dan nilai tukar) dapat menjelaskan 79,2 persen variasi perubahan *capital inflow*. Variabel lain di luar model menyumbang 20,8 persen. Kedua, nilai *R-squared current account* (CA) sebesar 0,713 menunjukkan bahwa variabel-variabel instrument dalam model menyumbang 71,3 persen perubahan *current account*, sedangkan variabel lain di luar model menyumbang 28,7 persen. Terakhir, nilai *R-squared* pertumbuhan ekonomi (EG) 0,259 menunjukkan bahwa variabel-variabel endogen (*current account dan capital inflow*) dalam model dapat menjelaskan 25,9 persen variasi perubahan pertumbuhan ekonomi, sedangkan variabel lain di luar model dapat menjelaskan sisanya.

Selain itu pada Tabel 2 dapat dilihat juga pengaruh langsung variabel-variabel instrument terhadap variabel endogen dan variabel-variabel endogen terhadap pertumbuhan ekonomi. Untuk variabel inflasi terhadap *capital inflow* dapat disimpulkan bahwa variabel ini berpengaruh negatif namun tidak signifikan. Hal ini dapat dilihat dari nilai *P-value* sebesar 0.649. Sehingga variasi perubahan pada inflasi, tidak akan berpengaruh *capital inflow*.

Tabel 2. Hasil Estimasi Pengaruh Harga Minyak Global, Inflasi, Suku Bunga, dan Nilai Tukar Mata Uang Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Secara Tidak Langsung Melalui *Capital Inflow* dan *Current Account*

Pengaruh Antar Variabel	Coefficient	t	P> t
INF to CI	-0.1401558	-0.46	0.649
WO to CI	0.1864886	4.96	0.000
IR to CI	0.2012994	0.67	0.511
ER to CI	0.0021073	4.43	0.000
INF to CA	-1.154.469	-1.73	0.102
WO to CA	-0.3041142	-3.67	0.002
IR to CA	-1.658.874	-2.52	0.023
ER to CA	-0.0045148	-4.31	0.001
CI_hat to EG	0.2365038	2.22	0.039
CA_hat to EG	0.1501088	2.51	0.022

*) Signifikansi pada $\alpha = 5\%$; R^2 CI = 0.792; R^2 CA = 0.713; R^2 EG = 0.259

Berbanding terbalik dengan harga minyak dunia, berdasarkan nilai koefisien regresi dan *P-value*, variabel ini memiliki pengaruh positif dan signifikan. Nilai koefisien regresi sebesar 0.186 menunjukkan bahwa kenaikan 1 USD harga minyak dunia, akan menaikkan *capital inflow* sebesar 0,186 USD pula. Sejalan dengan harga minyak dunia, nilai tukar juga mencatatkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *capital inflow* yang dapat dilihat dari nilai *P-value* yaitu 0.000 dan koefisien regresi sebesar 0.002. nilai koefisien regresi tersebut menyiratkan bahwa kenaikan 1-rupiah nilai tukar terhadap USD, akan menyebabkan kenaikan *capital inflow* sebesar 0.002 USD. Berbeda dengan harga minyak dunia dan nilai tukar, suku bunga memiliki arah pengaruh yang sama dengan inflasi, yaitu berpengaruh yang tidak signifikan terhadap *capital inflow*. Nilai *P-value* sebesar 0.511 menunjukkan bahwa berapapun perubahan terhadap suku bunga, hal tersebut tidak akan berpengaruh terhadap *capital inflow*.

Lebih lanjut, berdasarkan Tabel 2, pengaruh variabel instrumen terhadap *current account* juga bervariasi. Variabel inflasi memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dan *P-value* yang lebih besar dari α , yaitu 0.102. Dengan demikian, berapapun perubahan pada inflasi, tidak akan berpengaruh pada *current account*. Berbeda dengan inflasi, variabel-variabel seperti harga minyak dunia, suku bunga, dan nilai tukar, Bersama-sama memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *current account*. Nilai koefisien regresi harga minyak dunia sebesar -0.304 berimplikasi bahwa Ketika terjadi kenaikan harga minyak dunia sebesar 1 USD, maka akan menyebabkan penurunan *current account* sebesar 0,304 USD. Kemudian, nilai koefisien regresi suku bunga yang sebesar -1.658 berimplikasi bahwa kenaikan suku bunga 1 persen, akan menyebabkan penurunan *current account* sebesar 1.658 USD. Dan terakhir, koefisien regresi nilai tukar yang bernilai -0.004 berimplikasi

bahwa kenaikan 1-rupiah nilai tukar rupiah terhadap dollar, maka akan menyebabkan penurunan *current account* sebesar 0.004 USD. Begitupun sebaliknya, Ketika rupiah terapresiasi terhadap dollar sebesar 1 rupiah, maka *current account* akan meningkat sebesar 0.004 USD.

Selain melihat pengaruh variabel-variabel instrument terhadap variabel endogen, pada tabel 2 juga disajikan pengaruh variabel-variabel endogen itu sendiri terhadap pertumbuhan ekonomi. Untuk *capital inflow*, variabel ini memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Kesimpulan itu didapatkan berdasarkan nilai koefisien regresi sebesar 0.236 dan *P-Value* 0.039. Berdasarkan nilai koefisien regresi nya pula menyiratkan bahwa apabila terjadi kenaikan *capital inflow* sebesar 1 USD, maka akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0.236 persen. Nilai koefisien regresi dari *current account* sebesar 0.150 berimplikasi bahwa kenaikan *current account* sebesar 1 USD, maka terdapat kenaikan pada pertumbuhan ekonomi itu sendiri sebesar 0.150 persen.

Analisis Pengaruh Harga Minyak Dunia, Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Melalui *Current Account*

Pengaruh tidak langsung Harga Minyak Dunia, Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Melalui *Current Account* disajikan pada Tabel 3. Berdasarkan Tabel 3, dapat ditarik beberapa kesimpulan: Pertama, harga minyak dunia secara tidak langsung memiliki pengaruh yang negative dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi melalui *current account*. Nilai efek total sebesar -0.045 menunjukkan bahwa kenaikan sebesar 1 USD/Barrel, maka akan menurunkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0.045 persen. Harga minyak berdampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia karena adanya kesenjangan yang besar antara konsumsi minyak Indonesia dengan produksi minyak. Informasi dari BP *Statistical Review*, Indonesia terus mengkonsumsi minyak dari tahun 2005 hingga 2018.

Disparitas antara kinerja produksi dan konsumsi minyak mengakibatkan defisit minyak di Indonesia. Pemerintah dan seluruh pemangku kepentingan harus bekerja sama untuk mengurangi dampak global dari guncangan harga minyak. Langkah yang bisa dan harus segera dilakukan antara lain mengubah kebiasaan yang tadinya boros bahan bakar menjadi hemat bahan bakar. Selain itu, diperlukan regulasi yang mendukung pertumbuhan sumber daya manusia energi alternatif secara komprehensif dari hulu ke hilir. Karena status Indonesia sebagai konsumen minyak utama di dunia, kebijakan yang mengatur pengembangan sumber energi alternatif ini sangat diperlukan.

Kedua, inflasi memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Temuan tersebut berimplikasi bahwa fluktuasi dari inflasi itu sendiri tidak memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Dalam penelitian ini terlihat bahwa tingkat inflasi kurang dari 10 persen masuk dalam kategori inflasi ringan atau rendah. Di Indonesia, tingkat inflasi yang rendah berdampak kecil terhadap transaksi berjalan. Selanjutnya, pemerintah cukup tanggap terhadap kenaikan harga dalam hal ini inflasi, diawali dengan kehadiran Tim Pengendali Inflasi Daerah atau TPID, sehingga laju inflasi tetap stabil dalam kategori rendah.

Ketiga, suku bunga riil berpengaruh negative dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Koefisien regresi dari hubungan keduanya adalah -0.248, yang berarti kenaikan suku bunga riil sebesar 1 persen secara tidak langsung akan menurunkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0.248 persen. Dampak negatif suku bunga terhadap pertumbuhan ekonomi melalui transaksi berjalan ini karena suku bunga rendah akan menyebabkan

biaya yang harus dibayarkan oleh perusahaan untuk penggunaan uang dari pihak lain menjadi lebih efisien. Kekuatan ekspor Indonesia di pasar global akan meningkat dan akan berdampak pada meningkatnya neraca transaksi berjalan. Akibatnya, produksi akan meningkat dan pertumbuhan ekonomi akan meningkat pula.

Tabel 3. Hasil Estimasi Pengaruh Tidak Langsung Harga Minyak Dunia, Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Melalui *Current Account*

Pengaruh Tidak Langsung	Pengaruh langsung	Koefisien Regresi	P-Value	Efek Total	Signifikasi
Harga Minyak Dunia (WO) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (EG) Melalui <i>Current Account</i> (CA)	WO Terhadap CA	-0.304	0.002	-0.045	Signifikan
	CA_hat Terhadap EG	0.150	0.022		
Inflasi (INF) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (EG) Melalui <i>Current Account</i> (CA)	INF Terhadap CA	-1.154	0.102	-0,173	Tidak Signifikan
	CA_hat Terhadap EG	0.150	0.022		
Suku Bunga (IR) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (EG) Melalui <i>Current Account</i> (CA)	IR Terhadap CA	-1.658	0.023	-0,248	Signifikan
	CA_hat Terhadap EG	0.150	0.022		
Nilai Tukar (ER)) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (EG) Melalui <i>Current Account</i> (CA)	ER Terhadap EG	-0.004	0.001	-0.005	Signifikan
	CA_hat Terhadap EG	0.150	0.022		

Terakhir, pada Tabel 3 juga menunjukkan bahwa nilai tukar secara tidak langsung memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Total efek dari hubungan nilai tukar dan *current account* dan kemudian *current account* terhadap pertumbuhan ekonomi adalah -0.005. Implikasinya adalah ketika nilai tukar rupiah terdepresiasi 1-rupiah terhadap dollar, maka akan menurunkan angka pertumbuhan ekonomi sebesar 0.005 persen. Karena depresiasi rupiah, barang-barang Indonesia menjadi lebih terjangkau bagi konsumen asing, yang mengakibatkan pertumbuhan ekonomi yang rendah dan penurunan *current account* Indonesia. Akibatnya, bahkan jika mereka membeli dalam jumlah yang sama, pembeli menghemat lebih sedikit uang daripada sebelum depresiasi. Oleh karena itu, total nilai ekspor Indonesia menurun (Kahfi, 2016). Lebih lanjut, penggunaan input produksi yang tinggi yang berasal dari impor menyebabkan harga input produksi yang diimpor menjadi mahal ketika rupiah terdepresiasi sehingga meningkatkan biaya produksi. Peningkatan produksi menaikkan harga jual, membuatnya lebih menarik, dan dengan demikian mengurangi permintaan ekspor Indonesia.

Analisis Pengaruh Harga Minyak Dunia, Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Melalui *Capital Inflow*

Berikut disajikan pada Tabel 4 yang menunjukkan Pengaruh Harga Minyak Dunia, Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga terhadap Pertumbuhan Ekonomi melalui *Capital Inflow*.

Tabel 4. Hasil Estimasi Pengaruh Harga Minyak Dunia, Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga terhadap Pertumbuhan Ekonomi melalui *Capital Inflow*

Pengaruh Tidak Langsung	Pengaruh langsung	Koefisien Regresi	P-Value	Efek Total	Signifikansi
Harga Minyak Dunia (WO) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (EG) Melalui <i>Capital Inflow</i> (CI)	WO Terhadap CI	0.186	0.000	0.044	Signifikan
	CI_hat Terhadap EG	0.236	0.039		
Inflasi (INF) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (EG) Melalui <i>Capital Inflow</i> (CI)	INF Terhadap CI	-0.140	0.649	-	Tidak Signifikan
	CI_hat Terhadap EG	0.236	0.039		
Suku Bunga (IR) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (EG) Melalui <i>Capital Inflow</i> (CI)	IR Terhadap CI	0.201	0.511	0.047	Tidak Signifikan
	CI_hat Terhadap EG	0.236	0.039		
Nilai Tukar (ER)) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (EG) Melalui <i>Capital Inflow</i> (CI)	ER Terhadap CI	0.002	0.000	0.000 5	Signifikan
	CI_hat Terhadap EG	0.236	0.039		

Hasil estimasi pengaruh variabel instrumen terhadap pertumbuhan ekonomi melalui *capital inflow*, menunjukkan hasil yang bervariasi. Suku bunga riil yang sebelumnya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi melalui *current account*, terdapat hasil berbeda apabila melalui transmisi *capital inflow*. Melalui *capital inflow*, suku bunga riil berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Hal ini merefleksikan bahwa kenaikan dari suku bunga itu sendiri belum efektif dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Suku bunga yang tinggi di negara-negara industri menandakan tingkat pengembalian investasi yang tinggi. Akibatnya, uang atau investasi akan masuk ke negara-negara di mana suku bunga lebih besar. Ini didasarkan pada hipotesis mengenai tingkat pengembalian, yang berpendapat bahwa modal bergerak dari negara-negara berpenghasilan rendah ke negara-negara berpenghasilan tinggi. Investor melakukan ini untuk menyamakan keuntungan marjinal dan biaya modal marjinal (Moosa 2002). Namun, suku bunga bukanlah faktor penentu dalam keputusan investasi, masih banyak faktor lain yang mempengaruhi keputusan investasi dan meningkatkan aliran modal masuk ke Indonesia.

Selain suku bunga riil, inflasi juga berpengaruh tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi melalui *capital inflow*. Hasil tersebut erat kaitannya dengan *factor efficiency seeking*. Inflasi merupakan salah satu pertimbangan investor untuk berinvestasi di suatu negara. Investor akan lebih tertarik untuk berinvestasi apabila inflasi di negara tersebut stabil dan terjaga, karena hal tersebut menunjukkan kondisi makro sebuah negara sehingga mereka dapat memaksimalkan keuntungan yang didapatkan. Meskipun demikian, inflasi bukan satu-satunya penentu dalam mengambil keputusan berinvestasi, masih banyak faktor-faktor lainnya. Sehingga, sangat memungkinkan bahwa tinggi rendahnya inflasi tidak akan berefek terhadap pertumbuhan ekonomi melalui *capital inflow* itu sendiri.

Berbeda halnya dengan kedua variabel sebelumnya, harga minyak dunia dan nilai tukar memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi melalui *capital inflow*. Nilai koefisien regresi atau total efek dari harga minyak dunia terhadap pertumbuhan ekonomi adalah 0.044. Nilai tersebut berimplikasi bahwa kenaikan 1 USD pada harga minyak dunia, maka akan menyebabkan kenaikan 0.044 persen pada pertumbuhan ekonomi Indonesia. Hasil ini cukup berbeda dengan hasil pada penelitian-penelitian sebelumnya yang mengemukakan bahwa harga minyak dunia berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi melalui *capital inflow*. Hubungan ini disebabkan oleh turunnya investasi di sektor migas. Ketika harga minyak dunia naik, investasi di sektor minyak dan gas meningkat, yang pada gilirannya merangsang produksi dalam negeri dan mengarah pada peningkatan pertumbuhan ekonomi. Penurunan harga minyak, di sisi lain, akan memiliki dua konsekuensi. Pertama, perusahaan minyak, baik asing maupun domestik, harus menurunkan target *lifting* minyak. Kedua, perusahaan minyak akan ragu untuk berproduksi karena harganya tidak atau akan kurang menguntungkan sehingga mengurangi pertumbuhan ekonomi.

Selain harga minyak dunia, nilai tukar rupiah juga memiliki pengaruh yang sama terhadap pertumbuhan ekonomi melalui *capital inflow*. Hal ini bisa dilihat dari nilai *P-value* yang mencatatkan nilai keduanya signifikan dan total efek nilai tukar terhadap pertumbuhan ekonomi, yaitu sebesar 0.0005. Dengan demikian, ketika nilai tukar terdepresiasi 1-rupiah terhadap dollar, maka pertumbuhan ekonomi akan meningkat sebesar 0.0005 persen. Depresiasi nilai tukar yang mempengaruhi tingginya pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan aliran modal masuk disebabkan oleh dua faktor. Pertama, kemampuan perusahaan internasional untuk mengamankan pendanaan di pasar modal dalam mata uang yang kuat dengan biaya yang lebih rendah karena reputasi mereka memberi mereka keunggulan atas perusahaan domestik di pasar domestik (Moosa, 2002). Akibatnya, mereka dapat menerima kontrak yang lebih menguntungkan karena perusahaan lokal akan menawarkan nilai hasil yang lebih besar untuk proyek yang sama karena berkurangnya pengeluaran modal. Kedua, depresiasi rupiah dapat menurunkan biaya produksi di perusahaan-perusahaan Indonesia ini ((Lily et al., 2014; Blonigen, 1997).

SIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak semua variabel makro dalam penelitian dapat menjelaskan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Di lihat dari jalur transmisi *capital inflow*, hanya variabel harga minyak dunia dan nilai tukar yang secara tidak langsung mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Sedangkan melalui jalur transmisi *current account*, variabel-variabel seperti harga minyak dunia, nilai tukar dan suku bunga yang secara tidak langsung mampu menjelaskan tingkat pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

Implikasi praktis yang dapat dipertimbangkan oleh pemerintah Indonesia sebagai pemangku kebijakan antara lain: *pertama*, pemerintah dan stakeholder terkait perlu meningkatkan jumlah sumber minyak melalui berbagai upaya seperti *Research and Development (R&D)* dan upaya lainnya. Selain itu, diperlukan adanya kebijakan yang mendukung penciptaan sumber energi alternatif yang mencakup semua, dari hulu ke hilir. *Kedua*, pemerintah juga perlu memperhatikan depresiasi yang terjadi sehingga dapat mengurangi resiko kenaikan nilai tukar tersebut. Untuk mendorong ekspor dan pertumbuhan ekonomi, kebijakan harus dilaksanakan untuk menjaga nilai tukar pada tingkat yang tepat. Depresiasi terhadap nilai tukar memberi dampak negatif terhadap perekonomian Indonesia karena menyebabkan produksi domestik juga ikut menurun. *Ketiga*, Bank Indonesia perlu memperhatikan dan menjaga kestabilan suku bunga karena pada tingkat tertentu (terlalu tinggi dan terlalu rendah) dapat membawa efek yang signifikan terhadap *capital inflow*. Suku bunga juga perlu dijaga pada level yang rendah karena suku bunga yang tinggi dapat menjadi hambatan bagi produsen dalam proses produksi yang pada akhirnya akan melemahkan daya saing ekspor Indonesia di pasar dunia sehingga dapat menurunkan surplus *current account* dan pertumbuhan ekonomi. Terakhir, bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk memperluas variabel yang digunakan selain dalam model ini mengingat koefisien determinasi dalam penelitian ini masih rendah yang mengindikasikan bahwa pertumbuhan ekonomi merupakan suatu kajian yang kompleks dan membutuhkan variabel multisektoral.

DAFTAR PUSTAKA

- Andinuur, J. (2013). *Inflation, Foreign Direct Investment and Economic Growth in Ghana* (Master thesis). The University of Ghana.
- Austvik, O. G. (1987). Oil prices and the dollar dilemma. *OPEC Review*, 11(4), 399–412. doi.org:10.1111/j.1468-0076.1987.tb00059.x
- Bank Indonesia. (2018). *Tantangan dan gambaran perekonomian Indonesia*. Jakarta: Bank Indonesia
- Blanchard, O. (2017). *Macroeconomics* (Seventh edition). London: Pearson.
- Blonigen, B. A. (1997). Firm-Specific assets and the link between exchange rates and foreign direct investment. *The American Economic Review*, 87(3), 447-465
- Bofinger, P., Dullien, S., Felbermayr, G., Fuest, C., Hüther, M., Südekum, J., & Weder di Mauro, B. (2020). Economic implications of the corona crisis and economic policy measures. *Wirtschaftsdienst*, 100(4), 259–265. doi.org:10.1007/s10273-020-2628-0
- Botrić, V., & Škuflić, L. (2006). Main determinants of foreign direct investment in the Southeast European countries. *Transition Studies Review*, 13(2), 359–377. doi.org:10.1007/s11300-006-0110-3
- Dritsaki, C., & Dritsaki, M. (2012). Exports and FDI: A granger causality analysis in a heterogeneous panel. *Economics Bulletin*, 32(4), 3128–3139.
- Dunning, J. H. (1988). Paradigm of international the eclectic production : A restatement and some possible extensions. *Journal of International Business Studies*, 19(1), 1–31.
- Faeth, I. (2009). Determinants of foreign direct investment - A tale of nine theoretical models. *Journal of Economic Surveys*, 23(1), 165–196. doi.org:10.1111/j.1467-6419.2008.00560.x
- Grosse, R., & Trevino, L. J. (1996). Foreign direct investment in the United States: An analysis by Country of origin. *Journal of International Business Studies*, 27(1), 139–155. doi.org:10.1057/palgrave.jibs.8490129

- Jung, W. S. & Marshall, P.J. (1985). Exports, growth and causality in developing countries *Journal of Development Economics*, 18(1), 1–12.
- Kahfi, A. S. (2016). Determinants of Indonesia's exports of manufactured products: A panel data analysis. *Buletin Ilmiah Litbang Perdagangan*, 10(2), 187–202. doi.org:10.30908/bilp.v10i2.54
- Kamin, S. B. (2011). A multi-country comparison of the linkages between inflation and exchange rate competitiveness. *SSRN Electronic Journal*, 45. doi.org:10.2139/ssrn.860684
- Kayikçi, F. (2012). Determinants of the current account balance in Turkey: Vector auto regression (VAR) approach. *African Journal of Business Management*, 6(17). doi.org:10.5897/ajbm11.1788.
- Krugman, P.R. & Obstfeld, M. (2004). *Ekonomi internasional: Teori dan kebijakan*. Jakarta: PAU FE Universitas Indonesia.
- Lardic, S., & Mignon, V. (2006). The impact of oil prices on GDP in European countries: An empirical investigation based on asymmetric cointegration. *Energy Policy*, 34(18), 3910–3915. doi.org:10.1016/j.enpol.2005.09.019
- Lily, J., Kogid, M., Mulok, D., Thien Sang, L., & Asid, R. (2014). Exchange rate movement and foreign direct investment in Asean economies. *Economics Research International*, 2014, 1–10. doi.org/10.1155/2014/320949
- Madojemu, M. (2020). The role of foreign direct investment in economic growth of Nigeria. *RUDN Journal of Economics*, 28(2), 357–366. doi.org:10.22363/2313-2329-2020-28-2-357-366.
- Madura, J. (2018). *International Financial Management* (13th edition). Boston: Cengage Learning.
- Mankiw, N.G. (2021). *Principles of Economics* (Ninth edition). Boston: Cengage Learning
- Moosa, I. A. (2002). *Foreign direct investment: Theory, evidence, and practice*. London: Palgrave Macmillan.
- Mundell, R. A. (1968). A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657–665.
- Narayan, P., & Smyth, R. (2009). The effect of inflation and real wages on productivity: New evidence from a panel of G7 countries. *Applied Economics*, 41(10), 1285–1291. doi.org:10.1080/00036840701537810.
- Nnadi, M., & Soobaroyen, T. (2015). International financial reporting standards and foreign direct investment: The case of Africa. *Advances in Accounting*, 31(2), 228–238. doi.org:10.1016/j.adiac.2015.09.007
- Pujoalwanto, B. (2014). *Perekonomian Indonesia: Tinjauan historis, teoritis dan empiris*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Riyad, M. (2012). *Faktor-Faktor yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi di enam negara Asean* (Master's thesis). Fakultas Ekonomi, Program Magister Kebijakan Publik, Universitas Indonesia. Retrieved from: <http://lib.ui.ac.id/file?file=digital/20285107-T29481-Faktor-faktor.pdf>
- Salisu, A. A., Isah, K. O., Oyewole, O. J., & Akanni, L. O. (2017). Modelling oil price-inflation nexus: The role of asymmetries. *Energy*, 125, 97–106. doi.org:10.1016/j.energy.2017.02.128
- Salvatore, D. (2012). *Managerial economics, ekonomi manajerial dalam perekonomian global* (Buku 2). Jakarta: Salemba Empat.
- Sukirno, S. (2013). *Makroekonomi: Teori pengantar*. Jakarta: P.T. RajaGrafindo Perkasa.

- Singhania, M., & Gupta, A. (2011). Determinants of foreign direct investment in India. *Journal of International Trade Law and Policy*, 10(1), 64–82. doi.org:10.1108/14770021111116142
- Sinn, H. W. (2014). Austerity, growth and inflation: Remarks on the Eurozone's unresolved competitiveness problem. *World Economy*, 37(1), 1–13. doi.org:10.1111/twec.12130
- Stiglitz, J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, 28(6), 1075–1086. doi.org:10.1016/S0305-750X(00)00006-1
- Tambunan, T. T.H. (2001). *Perekonomian Indonesia teori dan temuan empiris*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Todaro, M. P. & Smith, S. C. (2006). *Pembangunan Ekonomi (Edisi ke sembilan)*. Jakarta: Erlangga.
- Upikiran, S. H. D. (2015). *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat Suku Bunga Deposito Bank Umum Di Indonesia Tahun 2010-2014* (Undergraduate thesis, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Diponegoro). Retrieved from: http://eprints.undip.ac.id/46379/1/10_UPIKIRANA.pdf
- Wild, J. J., & Wild, K. L. (2019). *International Business: The Challenges of Globalization*. London: Pearson.
- Yang, L. (2011). An Empirical Analysis of Current Account Determinants in Emerging Asian Economies. *Cardiff Economics Working Paper No E2011/10, February*, 1–39. Cardiff University, Cardiff Business School, Cardiff. Retrieved from : <http://ideas.repec.org/p/cdf/wpaper/2011-10.html>
- Zhao, R. (2019). Technology and economic growth: From Robert Solow to Paul Romer. *Human Behavior and Emerging Technologies*, 1(1), 62–65. doi.org:10.1002/hbe2.116