



BISMA
Business and Management Journal

BISMA

Business and Management Journal

Volume 04 Nomor 02 Tahun 2026

E-ISSN : 2987-5900

DOI : 10.59966/bisma.v4i2.2659

Dinamika Investasi Portofolio di Indonesia: Dampak Kebijakan Moneter dan Stabilitas Makroekonomi Tahun 2015–2025

Bima Hardi¹, Anita Ramadona²

Universitas Asahan, Indonesia^{1,2}

bimahardi0801@gmail.com¹, anitaramadona8@gmail.com²

Diserahkan tanggal 29 April 2026 | Diterima tanggal 25 Juni 2026 | Diterbitkan tanggal 30 Juni 2026

Abstract:

Portfolio investment is a crucial yet highly vulnerable source of external financing for emerging economies, with its movements being highly sensitive to macroeconomic conditions. This study analyzes the impact of the benchmark interest rate, the rupiah exchange rate, and inflation on portfolio investment in Indonesia during the 2015Q1–2025Q4 period using 44 quarterly observations sourced from Bank Indonesia. This research employs the Error Correction Model (ECM) approach to comprehensively examine both short-term and long-term dynamics. Estimation results prove that in both the long and short run, the interest rate has a significant positive effect on portfolio investment, while the exchange rate consistently exerts a highly significant negative impact. Conversely, inflation does not show a statistically significant effect in either the short or long run. The model also reveals an Error Correction Term (ECT) value of -0.941, indicating that 94.1% of capital flow disequilibrium is corrected very rapidly within a single quarter. These findings underscore that the combination of exchange rate stability and attractive interest rates is the most essential policy instrument in maintaining foreign investor confidence in Indonesia's financial markets.

Keywords: Portfolio Investment, Interest Rate, Exchange Rate, Inflation, Error Correction Model.

Abstrak:

Investasi portofolio merupakan sumber pembiayaan eksternal yang penting namun sangat rentan bagi negara berkembang, dan pergerakannya amat peka terhadap kondisi makroekonomi. Penelitian ini menganalisis pengaruh suku bunga acuan, nilai tukar rupiah, dan inflasi terhadap investasi portofolio di Indonesia selama periode 2015Q1–2025Q4 menggunakan 44 observasi data kuartalan yang bersumber dari Bank Indonesia. Penelitian ini menggunakan pendekatan Error Correction Model (ECM) untuk melihat dinamika jangka pendek dan jangka panjang secara komprehensif. Hasil estimasi membuktikan bahwa baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek, tingkat suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi portofolio, sementara nilai tukar rupiah konsisten memberikan dampak negatif yang sangat signifikan. Di sisi lain, inflasi tidak terbukti memiliki pengaruh yang signifikan, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Model ini juga menemukan nilai Error Correction Term (ECT) sebesar -0,941, yang mengindikasikan bahwa 94,1% ketidakseimbangan aliran modal akan terkoreksi sangat cepat hanya dalam satu kuartal. Temuan ini menegaskan bahwa kombinasi stabilitas nilai tukar dan daya tarik suku bunga merupakan instrumen kebijakan paling esensial dalam menjaga kepercayaan investor asing di pasar keuangan Indonesia.

Kata kunci: Investasi Portofolio, Suku Bunga, Nilai Tukar Rupiah, Inflasi, Error Correction Model.

Copyright © 2026, Author

This is an open-access article under the [CC BY 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)



PENDAHULUAN

Indonesia sebagai negara dengan sistem perekonomian terbuka sangat bergantung pada keberlanjutan aliran modal asing untuk mendukung pembiayaan pembangunan dan menjaga stabilitas sektor keuangan. Salah satu bentuk aliran modal yang memiliki karakteristik sangat dinamis adalah investasi portofolio, yaitu investasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, dan surat berharga lainnya. Berbeda dengan investasi langsung yang cenderung berorientasi jangka panjang, investasi portofolio lebih sensitif terhadap perubahan kondisi makroekonomi sehingga arus modal dapat masuk atau keluar dalam waktu yang relatif singkat. Sifat bawaannya yang menyerupai *hot money* membuat investasi jenis ini dapat membanjiri pasar domestik dalam sekejap, namun dapat pula memicu arus keluar (*capital reversal*) yang sama brutalnya apabila ekspektasi investor terganggu (Mishkin & Eakins, 2015).

Selama periode 2015–2025, investasi portofolio di Indonesia mengalami fluktuasi yang cukup tajam sebagai respons terhadap berbagai peristiwa ekonomi, mulai dari normalisasi kebijakan moneter global, pandemi COVID-19, kenaikan suku bunga di negara maju, hingga meningkatnya ketidakpastian ekonomi global pada tahun 2025 (Ekananda, 2021). Dinamika pasang-surut arus modal ini pada dasarnya dikendalikan oleh tarik-menarik tiga indikator makro utama: tingkat suku bunga acuan, nilai tukar mata uang, dan laju inflasi.

Data Bank Indonesia mencatat bahwa realisasi investasi portofolio mengalami fluktuasi yang sangat tajam sepanjang periode tersebut. Pada 2015, tekanan depresiasi rupiah yang menembus Rp14.396/USD pada triwulan ketiga mendorong arus keluar modal yang besar. Setelah pulih perlahan pada 2016–2017 dan mencapai puncaknya pada 2019, pandemi COVID-19 pada 2020 kembali memicu gejolak, sebelum capital outflow besar-besaran kembali terjadi pada 2022 ketika inflasi global melonjak akibat konflik geopolitik dan kebijakan pengetatan moneter agresif di negara-negara maju. Kondisi serupa berulang pada 2025, ketika ketidakpastian pasar keuangan global mendorong net outflow yang cukup besar, sebagaimana dicatat dalam Laporan Kebijakan Moneter Triwulan III dan IV Bank Indonesia.

Tekanan pada investasi portofolio ini tidak bisa dilepaskan dari tiga variabel makroekonomi utama yang menjadi fokus penelitian ini, yaitu suku bunga, nilai tukar, dan inflasi. Suku bunga acuan Bank Indonesia (BI Rate) mengalami perjalanan yang cukup dramatis dalam satu dekade terakhir: dari level tertinggi 7,50% pada 2015, diturunkan bertahap hingga 3,50% pada 2021 untuk mendukung pemulihan pascapandemi, kemudian dinaikkan kembali ke 6,00% pada 2023–2024 merespons tekanan inflasi, sebelum dipangkas bertahap menjadi 5,00% pada akhir 2025. Nilai tukar rupiah, di sisi lain, menunjukkan tren depresiasi jangka panjang yang cukup konsisten, dari kisaran Rp13.000/USD pada 2015 hingga menembus Rp16.800/USD pada awal 2025. Sementara itu, inflasi Indonesia relatif terkendali di sebagian besar periode, meski pernah melonjak ke 7,26% pada triwulan kedua 2015 dan 5,95% pada triwulan ketiga 2022, sebelum mereda ke kisaran 2–3% pada 2023–2025.

Secara teoretis, peningkatan suku bunga acuan domestik berfungsi sebagai magnet yang menarik modal asing masuk lewat mekanisme *interest rate differential*, sebuah anomali dari kenaikan suku bunga acuan justru cenderung menaikkan daya tarik instrumen keuangan domestik melalui mekanisme interest rate differential dan carry trade, sehingga arah pengaruhnya terhadap investasi portofolio berbeda dari teori Marginal Efficiency of Capital klasik ala Keynes yang berlaku pada investasi riil (Kasmir, 2019; Sukirno, 2016). Sementara itu, stabilitas nilai tukar bersinggungan langsung dengan risiko konversi aset, depresiasi kurs yang tajam akan secara otomatis mereduksi nilai imbal hasil investor saat dikembalikan ke mata uang asalnya, sehingga ketidakstabilan kurs cenderung mendorong capital outflow (Krugman & Obstfeld, 2015; Nopirin, 2014). Adapun inflasi yang tidak terkendali bertindak sebagai parasit yang menggerus daya beli imbal hasil riil sekaligus meningkatkan premi risiko sebuah negara (Tandelilin, 2017; Mankiw, 2019).

Meskipun landasan teorinya sudah cukup mapan, bukti empiris di lapangan nyatanya masih menunjukkan hasil yang beragam. Beberapa studi menemukan bahwa nilai tukar merupakan faktor penentu utama yang mengendalikan pergerakan arus portofolio (Wardhono, Modjo, & Utami,

2020; Wisandani & Nasrulloh, 2021; Basuki & Prawoto, 2021). Namun, perbedaan pendapat justru muncul dalam kajian dampak suku bunga dan inflasi. Kurniawan dan Ismanto (2023) serta Yudhoyono dan Yudha (2024) mencatat bahwa suku bunga punya pengaruh yang kuat. Sebaliknya, Putri dan Sitorus (2023) justru menemukan hasil yang berlawanan, di mana suku bunga tidak berpengaruh signifikan untuk jangka pendek terhadap investasi portofolio. Sama halnya dengan inflasi, dampaknya sering kali ditemukan tidak konsisten karena sangat dipengaruhi oleh periode observasi yang dipilih oleh peneliti (Fadilah & Yuliadi, 2022; Rahayu & Nasrudin, 2022; Sari & Zatira, 2024; Zulkifli & Haryadi, 2021).

Berangkat dari keragaman temuan tersebut, penelitian ini mencoba mengisi ruang kosong (research gap) yang masih belum banyak diulas, yaitu berkaitan dengan konteks waktu. Kebanyakan studi sebelumnya membatasi periode analisis mereka pada masa sebelum atau tepat saat pandemi baru dimulai. Artinya, literatur yang ada saat ini belum banyak memotret bagaimana perilaku pasar keuangan bergeser di era tren suku bunga tinggi global (*higher-for-longer*). Padahal, periode pengetatan moneter dunia yang memuncak antara tahun 2022 hingga 2025 ini secara drastis mengubah cara pandang dan toleransi risiko investor asing.

Selain pembaruan pada konteks waktu, penelitian ini juga menutup celah metodologis dari penelitian terdahulu yang mayoritas masih mengandalkan regresi linear statis. Karena data makroekonomi sering kali bergerak dengan tren yang tidak stasioner, penggunaan regresi statis berisiko memunculkan regresi palsu (*spurious regression*). Oleh karena itu, penelitian ini menerapkan Error Correction Model (ECM) agar tidak hanya mendapatkan keseimbangan jangka panjang yang valid, tetapi juga mampu mengukur seberapa cepat pasar merespons guncangan ekonomi dalam jangka pendek.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian eksplanatori (*explanatory research*), yaitu penelitian yang bertujuan menjelaskan hubungan kausal antara variabel independen dan variabel dependen melalui pengujian hipotesis berdasarkan analisis statistik. Objek penelitian mencakup data investasi portofolio, suku bunga kebijakan Bank Indonesia, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, dan tingkat inflasi Indonesia selama periode 2015Q1–2025Q4. Seluruh data dalam rentang waktu tersebut digunakan sebagai sampel penelitian (*sampling jenuh*) sehingga diperoleh 44 observasi kuartalan.

Data yang digunakan merupakan data sekunder berbentuk runtut waktu (*time series*) yang diperoleh dari publikasi resmi Bank Indonesia melalui Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI), meliputi data investasi portofolio pada Neraca Pembayaran Indonesia, suku bunga kebijakan Bank Indonesia (BI Rate), kurs tengah rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, serta tingkat inflasi. Seluruh data dikumpulkan melalui teknik dokumentasi dengan menelusuri dan mengompilasi publikasi resmi yang tersedia secara berkala.

Analisis data dilakukan menggunakan metode *Error Correction Model* (ECM) dengan bantuan perangkat lunak EViews 13. Pemilihan metode ECM didasarkan pada tujuan penelitian yang berfokus pada pengujian keseimbangan jangka panjang, sekaligus tetap mengestimasi dinamika jangka pendek dalam bentuk *first difference*. Analisis data dilakukan secara bertahap melalui langkah-langkah berikut, dengan bantuan perangkat lunak EViews 13 pada tingkat signifikansi 5 persen.

1. Uji stasioneritas. Setiap variabel diuji dengan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) baik pada tingkat level maupun *first difference*, untuk menentukan ordo integrasi masing-masing variabel.
2. Uji kointegrasi. digunakan untuk memberikan indikasi awal bahwa model yang digunakan memiliki hubungan jangka panjang (*cointegration relation*). Pengujian kointegrasi pada penelitian ini dilakukan dengan melakukan pengujian *Augmented Dickey Fuller Unit Root Test* pada tingkat level (Gujarati & Porter, 2022; Widarjono, 2013).
3. Estimasi koefisien jangka panjang, dengan model :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

4. Estimasi ECM jangka pendek, melalui model:

$$\Delta Y_t = \gamma_0 + \beta_1 \Delta X_{1t} + \beta_2 \Delta X_{2t} + \beta_3 \Delta X_{3t} + \lambda ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

dengan $ECT_{t-1} = Y_{t-1} - (\theta_0 + \theta_1 X_{1t-1} + \theta_2 X_{2t-1} + \theta_3 X_{3t-1})$. Koefisien λ (*speed of adjustment*) disyaratkan bertanda negatif dan signifikan secara statistik sebagai bukti validitas model ECM.

5. Uji diagnostik, meliputi uji normalitas (Jarque-Bera), uji heteroskedastisitas (Breusch-Pagan-Godfrey), uji autokorelasi (Breusch-Godfrey LM Test), dan uji multikolinearitas (Variance Inflation Factor).
6. Uji spesifikasi model, menggunakan Ramsey RESET Test untuk memastikan bentuk fungsional model sudah tepat dan tidak ada variabel penting yang tertinggal.
7. Uji hipotesis, meliputi uji t parsial (baik untuk koefisien jangka pendek maupun jangka panjang), uji F simultan, koefisien determinasi (Adjusted R²), serta koefisien error correction term sebagai ukuran kecepatan penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan untuk menggambarkan karakteristik data penelitian dengan 44 observasi kuartalan periode 2015Q1–2025Q4. Tabel 1 menyajikan hasil statistik deskriptif seluruh variabel.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik	Y (Juta USD)	X1 (%)	X2 (Rp/USD)	X3 (%)
Mean	1.941,76	5,23	14.633,32	3,20
Maksimum	10.455,62	7,50	16.782,00	7,26
Minimum	-8.055,75	3,50	12.998,00	1,03
Std. Dev.	4.838,83	1,18	1.083,89	1,47
Observasi	44	44	44	44

Sumber: data BI SEKI, diolah (2026)

Investasi portofolio (Y) mencatat rata-rata 1.941,76 juta USD selama 44 kuartal pengamatan, dengan rentang fluktuasi yang sangat lebar antara -8.055,75 hingga 10.455,62 juta USD dan standar deviasi 4.838,83 cerminan nyata dari volatilitas aliran modal portofolio yang sensitif terhadap perubahan kondisi global. Suku bunga (X1) bergerak dengan rata-rata 5,23%, nilai tukar rupiah (X2) rata-rata berada di Rp14.633,32 per USD, dan inflasi (X3) terjaga pada rata-rata 3,20%, umumnya masih dalam kisaran sasaran Bank Indonesia.

Hasil Uji Stasioneritas

Sebelum melakukan estimasi, seluruh variabel diuji stasioneritasnya menggunakan ADF dan PP test pada tingkat level dan first difference. Tabel 2 menyajikan hasilnya.

Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas (ADF Test)

Variabel	ADF Level (p)	Keterangan	ADF 1st Diff (p)	Keterangan
Y (Investasi Portofolio)	0,0000*	Stasioner	0,0000*	Stasioner
X1 (Suku Bunga)	0,0905	Non Stasioner	0,0024*	Stasioner
X2 (Nilai Tukar)	0,7797	Non Stasioner	0,0000*	Stasioner

X3 (Inflasi)	0,0075*	Stasioner	0,0000*	Stasioner
--------------	---------	-----------	---------	-----------

Sumber: hasil olah data (2026). *Signifikan pada $\alpha=5\%$.

Hasil pengujian pada Tabel 2 memperlihatkan pola yang menarik dan sekaligus lazim dijumpai pada data makroekonomi Indonesia: tidak seluruh variabel terintegrasi pada ordo yang sama. Investasi portofolio (Y) dan inflasi (X3) telah stasioner pada tingkat level, dengan probabilitas masing-masing 0,0000 dan 0,0075 ($< 0,05$), sehingga kedua variabel ini tergolong I(0). Sebaliknya, suku bunga (X1) dan nilai tukar rupiah (X2) belum stasioner pada level probabilitasnya 0,0905 dan 0,7797, jauh di atas 0,05 namun begitu didiferensiasi satu kali, keduanya langsung stasioner dengan probabilitas 0,0024 dan 0,0000. Artinya, X1 dan X2 terintegrasi pada ordo satu atau I(1). Pada 1st difference, seluruh variabel diketahui stasioner di mana nilai probability seluruh variabel besarnya di bawah 0,05. Penelitian ini dapat melanjutkan estimasi kointegrasi untuk mengidentifikasi hubungan jangka panjang.

Hasil Uji Kointegrasi

Adanya campuran ordo integrasi—sebagian I (0) dan sebagian I (1)—membuat estimasi OLS pada data level tidak dapat langsung diandalkan tanpa pembuktian lebih lanjut bahwa hubungan antarvariabel tersebut bersifat stabil dalam jangka panjang. Untuk itu, penelitian ini menempuh pendekatan dua langkah Engle-Granger, yaitu menguji apakah residual dari persamaan jangka panjang bersifat stasioner.

Tabel 3. Hasil Uji Kointegrasi (Residual-Based ADF Test)

Pengujian	t-Statistic	Prob.*
ADF Test pada Residual Persamaan Jangka Panjang	-6,129931	0,0000

Sumber: hasil olah data (2026). *Signifikan pada $\alpha=5\%$.

Nilai statistik ADF pada pada table 3 di atas menunjukkan bahwa residual sebesar -6,129931 dengan probabilitas 0,0000 jauh melampaui nilai kritis pada taraf signifikansi 5%, sehingga hipotesis nol yang menyatakan tidak adanya kointegrasi dapat ditolak secara meyakinkan. Simpulannya, meskipun suku bunga dan nilai tukar rupiah bergerak pada ordo integrasi yang berbeda dari investasi portofolio dan inflasi, keempat variabel tersebut tetap membentuk satu keseimbangan jangka panjang yang stabil. Temuan inilah yang menjadi pijakan metodologis bagi penelitian ini untuk melanjutkan estimasi ke tahap Error Correction Model (ECM), sebuah kerangka yang memungkinkan peneliti menangkap dinamika penyesuaian jangka pendek tanpa kehilangan informasi mengenai keseimbangan jangka panjang antarvariabel.

Hasil Uji Asumsi Klasik pada Model ECM

Sebelum koefisien model ECM diinterpretasikan lebih jauh, model terlebih dahulu diuji kelayakannya melalui empat asumsi klasik agar estimator yang diperoleh benar-benar memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Adapun hasil uji asumsi klasik model ECM, sebagaimana Tabel 4 berikut.

Tabel 4. Hasil Uji Asumsi Klasik Model ECM

Uji	Metode	Nilai Uji	Kesimpulan
Normalitas	Jarque-Bera	Prob. = 0,5834 > 0,05	Residual terdistribusi normal
Heteroskedastisitas	Breusch-Pagan-Godfrey	Prob. = 0,1596 > 0,05	Homoskedastis
Autokorelasi	Breusch-Godfrey LM	Prob. = 0,3852 > 0,05	Tidak ada autokorelasi
Multikolinearitas	VIF	1,1329 - 1,4530 < 10	Tidak ada multikolinearitas
Spesifikasi Model	Ramsey RESET	Prob. = 0,661 > 0,05	Bentuk fungsional model tepat

Sumber: hasil olah data (2026).

Uji normalitas Jarque-Bera menghasilkan probabilitas 0,5834 yang berada jauh di atas 0,05, sehingga residual model dapat disimpulkan menyebar normal. Uji heteroskedastisitas Breusch-Pagan-Godfrey memberikan probabilitas 0,1596, mengonfirmasi bahwa ragam residual bersifat homogen sepanjang periode pengamatan. Uji autokorelasi Breusch-Godfrey LM menghasilkan probabilitas 0,3852; nilai ini masih di atas 0,05 sehingga tidak ditemukan indikasi autokorelasi, meskipun besarnya tergolong marginal. Adapun uji multikolinearitas menunjukkan nilai VIF berkisar antara 1,1329 hingga 1,4530, jauh di bawah ambang batas 10, yang berarti tidak terdapat masalah kolinearitas yang mengganggu antarvariabel bebas. Uji spesifikasi Ramsey RESET menghasilkan F-hitung 0,1890 dengan probabilitas 0,661, mengindikasikan bahwa bentuk fungsional model sudah tepat dan tidak ada variabel penting yang tertinggal. Dengan terpenuhinya keempat asumsi tersebut, estimator yang dihasilkan model ECM pada penelitian ini layak dijadikan dasar pengujian hipotesis.

Hasil Estimasi Jangka Panjang dan Jangka Pendek (ECM)

Setelah kointegrasi terkonfirmasi, koefisien jangka panjang dihitung dari normalisasi koefisien UECM, dan model ECM jangka pendek diestimasi ulang dengan menyertakan error correction term (ECT). Tabel 5 dan Tabel 6 menyajikan hasilnya.

Tabel 5. Koefisien Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.
C	36944,39	8984,145	4,112177	0,0002
X1 (Suku Bunga)	1580,198	574,7382	2,749423	0,0089
X2 (Nilai Tukar)	-2,745867	0,579671	-4,736943	0,0000
X3 (Inflasi)	-961,7717	482,6279	-1,992781	0,0531
$R^2 = 0,4047$ Adj. $R^2 = 0,3600$ F-statistik = 9,0658 Prob(F) = 0,0001 N = 44				

Sumber: hasil olah data (2026)

Tabel 6. Hasil Estimasi ECM Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.
C	267,2939	565,7328	0,472474	0,6393
D(X1) (Suku Bunga)	2520,524	1244,557	2,025238	0,0499
D(X2) (Nilai Tukar)	-5,113650	0,828495	-6,172218	0,0000
D(X3) (Inflasi)	-560,5834	647,2946	-0,866041	0,3919
ECT(-1)	-0,940990	0,162617	-5,786549	0,0000
$R^2 = 0,7102$ Adj. $R^2 = 0,6797$ F-statistik = 23,2827 Prob(F) = 0,0000				

Sumber: hasil olah data (2026). *Signifikan pada $\alpha=5\%$.

Dalam jangka panjang secara simultan, nilai F-statistik sebesar 9,0658 dengan probabilitas 0,0001 menunjukkan bahwa suku bunga, nilai tukar rupiah, dan inflasi secara bersama-sama membentuk keseimbangan jangka panjang investasi portofolio secara signifikan, sehingga H1 diterima. *Adjusted R-squared* sebesar 0,3600 mengindikasikan bahwa ketiga variabel mampu menjelaskan 36,00% variasi investasi portofolio dalam jangka panjang, sementara sisanya dipengaruhi faktor-faktor lain di luar model.

Kemampuan model jangka pendek ini menjelaskan variasi perubahan investasi portofolio jauh lebih tinggi dibandingkan model jangka panjang, terlihat dari *Adjusted R-squared* yang meningkat menjadi 0,6797 dengan F-statistik 23,2827 (Prob. 0,0000). Temuan yang paling krusial pada tabel ini terletak pada koefisien *Error Correction Term* (ECT(-1)) sebesar -0,940990 dengan probabilitas 0,0000. Koefisien ini memenuhi dua syarat validitas ECM sekaligus: bertanda negatif

dan signifikan secara statistik, yang berarti model benar-benar bergerak untuk mengoreksi diri menuju keseimbangan jangka panjang setiap kali terjadi penyimpangan. Secara kuantitatif, nilai 0,940990 dapat dimaknai bahwa sekitar 94,10% dari ketidakseimbangan (*disequilibrium*) investasi portofolio pada satu kuartal akan terkoreksi pada kuartal berikutnya. Ini adalah kecepatan penyesuaian yang tergolong sangat tinggi, mengindikasikan bahwa pasar keuangan Indonesia setidaknya pada segmen investasi portofolio merespons secara cepat setiap kali terjadi guncangan yang menjauhkan aliran modal dari titik keseimbangannya.

Pengaruh Suku Bunga terhadap Investasi Portofolio

Dalam persamaan jangka panjang maupun jangka pendek, suku bunga secara konsisten menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap investasi portofolio. Dalam jangka panjang, koefisiennya sebesar 1.580,20 (Prob. 0,0089), sementara dalam bentuk perubahannya pada model ECM, koefisiennya justru membesar menjadi 2.520,52 meski hanya signifikan pada taraf 5% dengan probabilitas yang berada tepat di ambang batas (0,0499). Konsistensi arah pengaruh ini memperkuat keyakinan bahwa suku bunga memiliki pengaruh positif terhadap investasi portofolio baik secara struktural maupun dinamis.

Temuan ini sejalan dengan mekanisme interest rate differential yang mendorong perilaku carry trade di pasar keuangan Indonesia. Ketika BI Rate dijaga tetap kompetitif dibandingkan suku bunga acuan negara maju, instrumen seperti Surat Berharga Negara (SBN) dan Sertifikat Rupiah Bank Indonesia (SRBI) menjadi lebih menarik bagi investor asing yang memburu selisih imbal hasil (Ekananda, 2021: 320). Pola ini tergambar jelas pada periode 2023-2024, saat BI Rate berada di level 5,75-6,25% dan aliran portofolio berangsur kembali positif setelah gelombang outflow pada 2022. Fenomena ini sekaligus menunjukkan bahwa dalam konteks investasi portofolio asing, teori *Marginal Efficiency of Capital* (MEC) Keynes yang mengasosiasikan kenaikan suku bunga dengan penurunan investasi (Sukirno, 2016) perlu dimodifikasi—karena bagi investor asing yang mengejar imbal hasil finansial, bukan investasi riil, suku bunga justru berperan sebagai sinyal daya tarik, bukan disinsentif.

Menariknya, respons jangka pendek terhadap perubahan suku bunga memiliki dampak lebih besar dibanding pengaruh jangka panjang. Hal ini masuk akal karena investor portofolio, sesuai karakteristik *hot money*, cenderung bereaksi cepat terhadap setiap perubahan kebijakan moneter dibanding menunggu efeknya terbentuk secara struktural. Hasil ini konsisten dengan Yudhoyono dan Yudha (2024), namun perlu dicatat berbeda dari Putri dan Sitorus (2023) yang justru menemukan suku bunga tidak signifikan dalam model ECM jangka pendek perbedaan ini kemungkinan dipengaruhi oleh rentang data yang digunakan, mengingat penelitian ini mencakup periode hingga 2025 yang diwarnai pemangkasan suku bunga secara bertahap.

Pengaruh Nilai Tukar Rupiah terhadap Investasi Portofolio

Nilai tukar rupiah sebagai faktor yang paling dominan dan paling konsisten memengaruhi investasi portofolio, baik dalam jangka panjang (koefisien -2,745867; Prob. 0,0000) maupun jangka pendek (koefisien -5,113650; Prob. 0,0000). Bahkan dalam model ECM, dampak pengaruhnya hampir dua kali lipat dibanding jangka panjang, menandakan bahwa gejolak kurs rupiah dalam jangka pendek justru memukul aliran modal portofolio jauh lebih keras dibandingkan tren depresiasi yang berlangsung secara gradual.

Pola ini sejalan dengan *Portfolio Balance Approach* yang dikembangkan Branson dan Henderson dalam Ekananda (2021), yang menjelaskan bahwa depresiasi mata uang domestik meningkatkan risiko kerugian nilai aset bagi investor asing ketika investasinya dikonversi kembali ke mata uang asal. Bagi investor asing, yang lebih dipersoalkan bukan sekadar tingkat kurs, melainkan seberapa besar dan seberapa mendadak pergerakannya. Beberapa periode depresiasi ekstrem seperti pada 2018Q3 (Rp14.929/USD), 2020Q1 (Rp16.367/USD), 2022Q4 (Rp15.731/USD), hingga 2025Q1 (Rp16.800/USD) hampir selalu berimpit dengan gelombang *capital outflow* yang besar, sebuah pola yang berulang dan menegaskan bahwa stabilitas nilai tukar

menjadi prasyarat utama menjaga kepercayaan investor portofolio asing terhadap pasar keuangan Indonesia.

Temuan ini memperkuat hasil Wisandani dan Nasrulloh (2021) serta Sari dan Zatira (2024) yang juga mendapati kurs sebagai penentu utama fluktuasi investasi portofolio asing di Indonesia. Implikasinya bagi otoritas moneter cukup jelas, intervensi stabilisasi kurs, baik melalui operasi pasar maupun instrumen SRBI, tampaknya lebih efektif diarahkan untuk meredam volatilitas jangka pendek dibanding sekadar menahan tren depresiasi jangka panjang, mengingat respons investor portofolio justru jauh lebih tajam terhadap gejolak dalam rentang waktu yang singkat.

Pengaruh Inflasi terhadap Investasi Portofolio

Inflasi menampilkan pola pengaruh yang berbeda dari kedua variabel sebelumnya. Dalam jangka panjang, koefisiennya negatif sebesar -961,77 namun tidak signifikan pada taraf 5% (Prob. 0,0531), sedangkan dalam model ECM jangka pendek memiliki koefisien negatif (-560,58) pengaruhnya sama sekali tidak signifikan dengan Prob. 0,3919. Dengan demikian, inflasi memang cenderung menekan investasi portofolio dalam kerangka keseimbangan jangka panjang, tetapi tidak cukup kuat untuk menjelaskan dampaknya terhadap investasi portofolio.

Pola ini justru memberi gambaran yang bertentangan dengan teori yang selama ini menjadi rujukan. Tandelilin (2017) menjelaskan bahwa inflasi menekan investasi portofolio melalui tiga jalur: menggerus nilai riil imbal hasil, menaikkan premi risiko, dan memicu pengetatan moneter yang menekan harga aset. Ketiga mekanisme tersebut, sebagaimana dijelaskan dalam kerangka *Fisher Effect* (Mankiw, 2019), pada dasarnya bekerja secara bertahap dan kumulatif, bukan seketika, sehingga wajar apabila jejaknya lebih tampak dalam struktur jangka panjang dibanding respons jangka pendek. Bukti paling kentara justru datang dari periode 2022, ketika inflasi domestik melonjak ke kisaran 5,51-5,95% akibat rambatan tekanan harga global pasca konflik Rusia-Ukraina, bertepatan dengan outflow investasi portofolio terbesar sepanjang periode penelitian. Namun demikian, pada 2025 ketika inflasi justru melandai ke kisaran 1-3%, investasi portofolio tetap mengalami tekanan outflow pada beberapa kuartal. Hal ini mengindikasikan bahwa faktor eksternal seperti ketidakpastian kebijakan tarif global dan penguatan dolar Amerika Serikat menjadi determinan yang lebih dominan dibanding inflasi domestik itu sendiri.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Sari dan Zatira (2024) bahwa pengaruh inflasi terhadap investasi portofolio tidak selalu konsisten dan sangat bergantung pada rentang periode pengamatan. Perbedaan hasil antara jangka panjang dan jangka pendek pada penelitian ini sekaligus menjadi bukti empiris tambahan bahwa pendekatan ECM mampu menangkap nuansa yang tidak terlihat apabila penelitian hanya mengandalkan estimasi OLS statis semata.

SIMPULAN

Penelitian ini menelusuri lebih dalam bagaimana perilaku investasi portofolio asing di Indonesia merespons gejolak makroekonomi selama satu dekade terakhir (2015Q1–2025Q4). Dari hasil pengujian menggunakan pendekatan dinamis *Error Correction Model* (ECM), satu temuan yang paling menonjol adalah tingginya daya lenting pasar keuangan domestik. Nilai koreksi kesalahan (*speed of adjustment*) yang mencapai 94,1% dalam satu kuartal menjadi bukti nyata bahwa arus modal asing di Indonesia sangatlah lincah; guncangan apapun yang terjadi akan direspons dan dikoreksi menuju keseimbangan barunya nyaris seketika. Hal ini menandakan tingkat *hiper likuiditas* pasar yang sangat adaptif, namun di saat yang sama menuntut kewaspadaan dan ketangkasan tingkat tinggi dari para pengambil kebijakan.

Secara spesifik, nilai tukar rupiah terbukti menjadi penggerak utama rasa kepercayaan para investor. Gejolak kurs dalam jangka pendek dapat menyebabkan pelarian modal (*capital flight*) dibandingkan pelemahan jangka panjang. Hal ini terjadi karena fluktuasi kurs yang tiba-tiba akan langsung menghancurkan nilai imbal hasil investor saat dikonversi kembali ke valuta asing (*mark-to-market loss*). Di sisi lain, langkah otoritas moneter menjaga suku bunga acuan tetap tinggi memang terbukti ampuh menarik modal masuk melalui skema selisih imbal hasil (*interest rate differential*).

Namun, pembuat kebijakan harus menyadari bahwa arus modal yang datang karena respon suku bunga ini cenderung bersifat oportunistis dan gampang berbalik arah ketika kebijakan moneter global berubah. Sementara itu, inflasi tidak lagi menjadi ancaman utama bagi investor; posisinya lebih dilihat sebagai catatan historis yang dampaknya sudah lebih dulu diantisipasi oleh pasar.

Berdasarkan temuan tersebut, otoritas moneter disarankan untuk tidak hanya bertumpu pada instrumen suku bunga tinggi untuk menarik modal asing, mengingat hal tersebut membebankan biaya pinjaman yang mahal bagi sektor riil domestik. Fokus amunisi kebijakan justru harus lebih diarahkan pada stabilisasi pergerakan nilai tukar jangka pendek, misalnya melalui intervensi operasi pasar atau optimalisasi instrumen lindung nilai seperti *Domestic Non-Deliverable Forward* (DNDF). Suku bunga yang tinggi tanpa adanya jaminan kepastian nilai tukar hanya akan menciptakan masuknya arus modal yang rapuh.

DAFTAR PUSTAKA

- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2021). Pengaruh variabel makroekonomi terhadap investasi portofolio asing di Indonesia: Pendekatan model dinamis. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 22(1), 35–52. <https://doi.org/10.18196/jesp.v22i1.10982>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brown, R. L., Durbin, J., & Evans, J. M. (1975). Techniques for testing the constancy of regression relationships over time. *Journal of the Royal Statistical Society: Series B*, 37(2), 149–192.
- Ekananda, M. (2021). *Ekonomi internasional* (Edisi revisi). Erlangga.
- Fadilah, N., & Yuliadi, I. (2022). Determinan investasi portofolio asing di Indonesia: Analisis faktor eksternal dan internal. *Jurnal Kajian Ekonomi dan Keuangan*, 6(1), 1–18.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2022). *Basic econometrics* (6th ed.). McGraw-Hill.
- Jogiyanto, H. M. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (11th ed.). BPFE.
- Kasmir. (2019). *Dasar-dasar perbankan*. Rajawali Pers.
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2015). *International economics: Theory and policy* (10th ed.). Pearson.
- Kurniawan, R., & Ismanto, H. (2023). Pengaruh suku bunga, inflasi, dan nilai tukar terhadap investasi asing di ASEAN-5. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 21(2), 115–130.
- Mankiw, N. G. (2019). *Macroeconomics* (10th ed.). Worth Publishers.
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2015). *Financial markets and institutions* (8th ed.). Pearson.
- Nopirin. (2014). *Ekonomi moneter* (Buku II, Cetakan ke-16). BPFE.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- Putri, L. D., & Sitorus, N. H. (2023). Implikasi variabel makroekonomi dan country risk terhadap investasi portofolio asing di Indonesia tahun 2010Q1–2021Q4. *Economics and Digital Business Review*, 4(2), 432–449.
- Rahayu, S., & Nasrudin, N. (2022). Analisis determinan investasi portofolio asing di Indonesia dalam perspektif ekonomi terbuka. *Jurnal Ilmu Ekonomi Terapan*, 7(1), 28–44.
- Sari, T. N., & Zatira, D. (2024). Dampak makroekonomi terhadap investasi portofolio asing di Indonesia. *JMB: Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 13(1), 69–75.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2020). *Introduction to econometrics* (4th ed.). Pearson.
- Sugiyono. (2019). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Sukirno, S. (2016). *Makroekonomi modern*. Rajawali Pers.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar modal: Manajemen portofolio dan investasi*. Kanisius.
- Wardhono, A., Modjo, M. I., & Utami, E. W. (2020). Analisis dampak indikator makroekonomi terhadap investasi portofolio di ASEAN. *Jurnal Ekonomi Indonesia*, 9(1), 81–97.
- Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya menggunakan EViews*. UPP STIM YKPN.

- Wisandani, I., & Nasrulloh, A. A. (2021). Pengaruh PDB dan kurs rupiah terhadap investasi portofolio asing di Indonesia. *Ekspansi: Jurnal Ekonomi, Keuangan, Perbankan, dan Akuntansi*, 13(2), 170–178.
- Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Cengage Learning.
- Yudhoyono, A. D., & Yudha, I. M. E. K. (2024). Pengaruh tingkat suku bunga The Fed dan suku bunga Bank Indonesia terhadap investasi portofolio di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Wahana Pendidikan*, 10(4), 58–70.
- Zulkifli, A., & Haryadi. (2021). Faktor-faktor yang mempengaruhi investasi portofolio asing di Indonesia: Perspektif makroekonomi. *E-Jurnal Perspektif Ekonomi dan Pembangunan Daerah*, 10(2), 73–86.