

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Identifikasi Masalah

Terjadinya fluktuasi pada perekonomian dunia akan berpengaruh terhadap perekonomian Indonesia. Hal ini terjadi karena Indonesia menggunakan sistem perekonomian terbuka. Contoh fluktuasi ekonomi dunia seperti krisis Asia tahun 1997 dan juga krisis keuangan global tahun 2008 yang diawali oleh krisis perumahan di Amerika Serikat yang berdampak terhadap Indonesia. Sehingga, Bank Indonesia benar-benar mengawasi pergerakan nilai mata uangnya untuk memelihara kestabilan nilai rupiah sesuai dengan tujuannya (Harahap, 2013).

Menurut Efremidze et al. (2017), arus masuk dan arus keluar modal yang besar dan cepat telah menjadi fitur yang menonjol dan sering kali mengganggu lanskap keuangan internasional. Meskipun pandangan tradisional menyatakan bahwa arus modal masuk yang besar menunjukkan suatu negara berjalan baik dan fundamentalnya solid, arus modal masuk yang besar tersebut sering menjadi sumber kekhawatiran karena adanya kekhawatiran bahwa arus modal masuk tersebut akan berbalik arah (*reversals*). Konsensus yang berkembang menyatakan bahwa krisis keuangan adalah masalah pasar negara berkembang termasuk Indonesia, hal ini berarti pasar negara berkembang lebih rentan terhadap krisis keuangan yang diidentifikasi oleh para peneliti selama bertahun-tahun (Gourinchas & Obstfeld, 2011).

Krisis keuangan dapat terjadi dalam berbagai bentuk, yaitu krisis utang (*debt crisis*), krisis mata uang (*currency crisis*), krisis perbankan (*banking crises*), dan krisis inflasi (*hyperinflation*). Apabila terjadi salah satu jenis krisis keuangan tersebut, maka akan menjadi pemicu krisis yang lain. Contohnya, jika terjadi krisis mata uang pada suatu negara, maka krisis tersebut bisa berkembang menjadi krisis utang dan krisis perbankan. Hal ini berarti bahwa krisis keuangan dapat bertransformasi dengan cepat karena keterkaitan yang erat antara berbagai variabel keuangan (Reinhart et al., 2009).

Krisis mata uang atau krisis neraca pembayaran dapat didefinisikan sebagai serangan spekulatif terhadap nilai tukar mata uang yang mengakibatkan depresiasi tajam atau memaksa pihak berwenang untuk menjual cadangan devisa atau menaikkan suku bunga domestik (Glick & Hutchison, 2013). IMF (1998) menemukan bahwa krisis mata uang memiliki waktu pemulihan rata-rata lebih singkat di negara-negara berkembang daripada di negara-negara industri, tetapi kerugian output kumulatif rata-rata lebih besar di negara berkembang. Kerugian ini mungkin disebabkan oleh tingginya rata-rata varians pertumbuhan output di negara-negara berkembang dibandingkan dengan negara-negara industri.

Berdasarkan data dari IMF, ditemukan nilai tukar rupiah di Indonesia cenderung stabil pada awal dekade 1990-an, sebelum mengalami lonjakan tajam pada akhir 1997 hingga awal 1998 yang menandai terjadinya krisis moneter di Indonesia. Setelah periode tersebut, pergerakan nilai tukar menunjukkan volatilitas yang relatif tinggi. Tren depresiasi terus berlangsung hingga tahun 2025. Tercatat, nilai tukar rupiah per 10 April 2025 mencapai Rp 17.027,72 per dolar AS, meningkat dari Rp16.417,68 per dolar AS pada 10 Maret 2025. Kondisi ini menunjukkan adanya tekanan eksternal maupun internal yang konsisten mempengaruhi nilai tukar rupiah.

Tambunan & Fauzie (2014) menjelaskan bahwa aliran modal keluar asing (*capital outflow*) merupakan keluarnya dana atau modal dari dalam negeri ke luar negeri baik secara langsung (*direct investment*) maupun tidak langsung (*indirect investment*). Dalam jangka pendek, *capital outflow* juga dapat didefinisikan sebagai *capital flight/capital reversals*. Nugroho et al. (2014) menyatakan bahwa fenomena ini biasanya ditandai dengan pergerakan arus modal keluar yang sangat besar, sementara arus modal masuk sangat terbatas.

Karimi (2025) menyatakan bahwa nilai tukar rupiah yang semakin tajam di awal 2025 menandakan tekanan besar dalam perekonomian Indonesia. Hal ini mencerminkan bahwa ketidakpastian di pasar keuangan tinggi dan menciptakan spekulasi negatif di kalangan investor dan pasar menjadi semakin gelisah. Modal asing mulai keluar dari Indonesia dalam jumlah yang besar, mencapai Rp 10,33 triliun dalam hitungan hari. Dalam menanamkan modal, investor asing selalu

mencari kepastian. Apabila kepastian tersebut tidak diberikan, maka investor akan memilih untuk menarik dana dari negara-negara dengan risiko tinggi. Bahkan, *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) menempatkan aset Indonesia dalam kategori *underweight*, yang mempercepat arus modal keluar. Ketika kepercayaan terhadap ekonomi Indonesia semakin turun, modal asing terus keluar, dan rupiah akan semakin tertekan. Solusi sementara Bank Indonesia adalah menahan pelemahan Rupiah dengan terus menggunakan cadangan devisa negara. Hal ini akan mengakibatkan cadangan devisa semakin berkurang dan kemampuan Indonesia dalam menghadapi guncangan eksternal akan melemah. Ketika Rupiah melemah, harga impor akan meningkat, tekanan terhadap inflasi semakin tinggi, dan daya beli masyarakat semakin turun. Pelarian modal yang terjadi dan nilai tukar Rupiah yang semakin menurun, menyebabkan adanya kemungkinan akan terjadinya krisis mata uang di Indonesia.

Secara tautologies, kehancuran mata uang tidak akan terjadi tanpa adanya krisis mata uang. Tetapi, hubungan antara krisis mata uang dan *reversals* tidak terlalu jelas meskipun ada alasan teoritis untuk mengantisipasi bahwa keduanya akan terjadi bersamaan dan terdapat juga alasan mengapa keduanya tidak akan terjadi. Contoh negara yang menunjukkan karakteristik krisis mata uang adalah Hongkong pada tahun 2007, Indonesia pada tahun 2008, Korea pada tahun 2011, dan Bangladesh pada tahun 2005. Namun, menurut ukuran konvensional tidak mengalami *reversals* atau pembalikan modal. Begitu juga Thailand yang mengalami krisis mata uang pada tahun 2000, tetapi tidak mengalami *reversals*. Tetapi, pada tahun 2007 dan 2008 Thailand mengalami *reversals*, namun tidak mengalami krisis mata uang. Selain itu, terjadi krisis mata uang dan *reversals* secara bersamaan pada tahun 2002 di Argentina (Almahmood et al., 2020).

Penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya mengenai krisis mata uang dan *capital reversals* menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda. Calvo (1998); Hutchison & Noy (2006), menunjukkan bahwa krisis mata uang dan *capital reversals* sering terjadi secara bersamaan. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh Zhang et al. (2024), menemukan bahwa krisis mata uang cenderung mengikuti *capital reversals* atau tidak terjadi secara bersamaan. Almahmood et al. (2020) untuk sampel negara berkembang dengan berbagai jenis krisis dan *capital reversals*

menemukan bahwa keduanya lebih sering tidak terjadi bersamaan. Umumnya faktor domestik cenderung mendorong krisis mata uang dan faktor global menyebabkan *capital reversals* (Zhang et al., 2024). Sementara itu, Emter (2023) menjelaskan bahwa variabel domestik secara signifikan terkait dengan pembalikan tajam arus masuk modal dengan mengendalikan faktor pendorong global. Berdasarkan kajian tersebut, ditemukan bahwa krisis mata uang dan *capital reversals* dapat terjadi secara bersamaan ataupun tidak. Oleh karena itu, penting untuk mengeksplorasi faktor-faktor pendorong dari peristiwa tersebut.

Beberapa penelitian empiris telah dilakukan untuk menganalisis krisis mata uang dan *capital reversal*. Heriqbaldi (2012) meneliti perilaku EMPI dengan *Markov-Switching* yang menunjukkan non linearitas dan pentingnya ekspektasi pelaku ekonomi dalam stabilisasi nilai tukar. Heriqbaldi et al. (2014) menggunakan *Markov-Switching* dan EMPI, menemukan likuiditas, nilai tukar riil, dan rasio kredit terhadap PDB berpengaruh signifikan, dengan adanya *multiple equilibria* dalam serangan spekulatif. Maulidia et al. (2023) menyoroti dampak krisis terhadap ketahanan fundamental negara, termasuk inflasi, deflasi, dan resesi. Selain itu, Basorudin et al. (2021); Nugroho et al. (2014) meneliti *capital reversals*, menemukan bahwa arus keluar modal menyebabkan depresiasi Rupiah, dengan faktor non makroekonomi seperti perbedaan suku bunga menjadi penentu utama *capital flight*. Penelitian-penelitian ini menunjukkan bahwa volatilitas nilai tukar di Indonesia dipengaruhi oleh tekanan pasar, arus modal, dan kerentanan fundamental ekonomi. Namun, penelitian-penelitian tersebut sebagian besar menggunakan pendekatan linear atau *Markov-Switching* yang mengasumsikan hubungan tertentu atau fokus pada pola rezim, sehingga tidak secara langsung memperkirakan probabilitas terjadinya krisis atau *capital reversals* secara eksplisit.

Penelitian yang memperlihatkan probabilitas krisis mata uang, *capital reversals*, dan krisis gabungan umumnya menggunakan data panel negara berkembang maupun maju yang menjelaskan hasil penelitian secara keseluruhan, seperti oleh Almahmood et al. (2020); Kaminsky & Reinhart (1999); Zhang et al. (2024). Penelitian sebelumnya tidak menjelaskan bagaimana hasil penelitian tersebut ke masing-masing negara yang terdapat didalamnya. Selain itu, peristiwa ini sesuai dengan kondisi Indonesia sekarang, seperti yang dijelaskan sebelumnya.

Oleh karena itu, peneliti ingin melakukan penelitian untuk mengidentifikasi karakteristik dan estimasi probabilitas dari krisis mata uang dan *capital reversals* di Indonesia, guna memperoleh pemahaman yang lebih mendalam terkait dinamika kedua peristiwa tersebut.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah, maka pertanyaan penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana karakteristik variabel makroekonomi dan keuangan yang di sekitar periode krisis mata uang, *capital reversals*, dan *joint crisis* di Indonesia?
2. Bagaimana probabilitas terjadinya krisis mata uang dan *capital reversals* di Indonesia?

1.3. Tujuan Umum Penelitian

Merujuk pada rumusan masalah yang telah dijelaskan, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis karakteristik variabel makroekonomi dan keuangan sebelum dan sesudah terjadinya krisis mata uang dan *capital reversals* di Indonesia.
2. Mengestimasi probabilitas terjadinya krisis mata uang dan *capital reversals* di Indonesia

