

**PENGARUH ALIRAN MODAL MASUK, KEBIJAKAN  
*QUANTITATIVE EASING FEDERAL RESERVE DAN*  
VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP HARGA ASET  
DAN NILAI TUKAR RUPIAH PERIODE 2002:1-2014:4**

**DIAJUKAN UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN PERSYARATAN  
DALAM MEMPEROLEH GELAR SARJANA EKONOMI  
DEPARTEMEN ILMU EKONOMI  
PROGRAM STUDI EKONOMI PEMBANGUNAN**



**DIAJUKAN OLEH  
WINDI ZEIN MAULINA**

**NIM: 041011110**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS AIRLANGGA  
SURABAYA  
2016**

Surabaya,  
Skripsi telah selesai dan siap untuk diuji  
Dosen Pembimbing

  
Dr. UNGGUL HERIQBALDI SE., M.Si., M.App.Ec.



**SKRIPSI**

**PENGARUH ALIRAN MODAL MASUK, KEBIJAKAN  
QUANTITATIVE EASING FEDERAL RESERVE DAN VARIABEL  
MAKROEKONOMI TERHADAP HARGA ASET DAN NILAI  
TUKAR RUPIAH PERIODE 2002:1-2014:4**

**DIAJUKAN OLEH:**

**WINDI ZEIN MAULINA**

**NIM: 041011110**

**TELAH DISETUJUI DAN DITERIMA DENGAN BAIK OLEH:  
DOSEN PEMBIMBING,**



**Dr. UNGGUL HERIQBALDI, SE., M.Si., M.App.Ec. TANGGAL 15 Februari 2016**

**KETUA DEPARTEMEN,**



**Dr. MURYANI, SE., M.Si., MEMD**

**TANGGAL 15 Februari 2016**

## PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Saya (Windi Zein Maulina, 041011110), menyatakan bahwa:

1. Skripsi saya ini adalah asli dan benar-benar hasil karya saya sendiri, dan bukan hasil karya orang lain dengan mengatasnamakan saya, serta bukan merupakan hasil peniruan atau penjiplakan (*plagiarism*) dari karya orang lain. Skripsi ini belum pernah diajukan untuk mendapat gelar akademik baik di Universitas Airlangga, maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Dalam skripsi ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar kepustakaan.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya, dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya tulis Skripsi ini, serta sanksi-sanksi lainnya sesuai dengan norma dan peraturan yang berlaku di Universitas Airlangga.

Surabaya, 28 Januari 2016



Windi Zein Maulina

NIM : 041011110

## DECLARATION

I, (Windi Zein Maulina, 041011110), declare that:

1. My thesis is genuine and truly my own creation, and is not another's person work made under my name, nor a piracy or plagiarism. This thesis has never been submitted to obtain an academic degree in Airlangga University or in any other universities or collage.
2. This thesis does not contain any work or opinion written or published by anyone, unless clearly acknowledged or referred to by quoting the author's name and stated in the References.
3. This statement is true, if on the future this statement is proven to be fraud and dishonest, I agree to receive an academic sanction in the form of removal of the degree obtained through this thesis, and other sanctions in accordance with the prevailing norms and regulations in Airlangga University.

Surabaya, 28 Januari 2016

Declared by,



Windi Zein Maulina

NIM : 041011110

## KATA PENGANTAR

Puji syukur ke hadirat Allah SWT Yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang karena atas rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Aliran Modal Masuk, Kebijakan *Quantitative Easing* AS, Harga Aset dan Nilai Tukar Rupiah”. Tujuan penulisan skripsi ini adalah sebagai syarat memperoleh gelar sarjana ekonomi dari Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga. Pada kesempatan ini, penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak baik untuk dukungan, doa, saran, nasehat, semangat dan bimbingan yang telah diberikan selama ini, khususnya kepada:

1. Prof. Dr. Dian Agustia, SE., M.Si., Ak., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga
2. Dr. Muryani, SE., M.Si., MEMD, selaku Ketua Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga
3. Ni Made Sukartini, SE., M.Si., MDEC., selaku Ketua Program Studi Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga
4. Rossanto Dwi Handoyo, SE., M.Si., Ph.D., selaku Sekretaris Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga
5. Bapak Dr. Unggul Heriqbaldi, SE., M.Si., M.App.Ec., selaku dosen pembimbing penulis yang bersedia meluangkan waktu di tengah kesibukan

beliau untuk memberikan bimbingan dan pengarahan dalam proses penyusunan skripsi ini.

6. Seluruh dosen dan staf pengajar Ekonomi Pembangunan yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat selama penulis berkuliah di Universitas Airlangga hingga menyelesaikan skripsi ini.
7. Kedua orang tua penulis, Bapak Moch. Iswandi, S.Pd., dan Ibu Wiwik Wijayanti, S.Pd., yang telah sabar memberikan dukungan, kasih sayang dan doa yang tiada henti untuk penulis.
8. Kedua adik penulis, Adam Maulana dan Akhmad Nur Soleh, serta keluarga besar terutama Kakek Hariyanto, Ahmad Affandi, Lila Anggraini dan Budhe Sri Mulyanik yang banyak memberikan dukungan dan doa untuk penulis.
9. Hizbul Wathony M., terima kasih sebanyak-banyaknya atas perhatian, dukungan, doa, waktu dan semangat serta selalu sabar mendengar keluh kesah penulis selama penulisan penyusunan skripsi ini.
10. Sahabat penulis selama kuliah: Anna Triasih, SE., Breda Vyanta, SE., Devina Karin, SE., Vania Putri, SE., Arien Suhita, SE., yang telah banyak membantu dan memberikan dukungan serta semangat untuk penulis.  
Terima kasih banyak *rek!*
11. Teman-teman seperjuangan Ekonomi Pembangunan yang tidak bisa penulis sebutkan satu persatu, terutama Devina Putri, Ketut Sandy Swastika dan teman teman Himpunan Mahasiswa EP.

12. Teman-teman satu konsentrasi penulis: Hazindi Damaisty, SE., Alfonsus Hasnianka, Himawan Fajar dan Rizki Fajar. Terima kasih telah bersedia meluangkan waktu untuk berdiskusi dan berbagi ilmu kepada penulis.

13. Sahabat-sahabat penulis semasa sekolah: Bonny Timutia Sari, S.Pd, Indri Yuniar Wardhani, ST., Abidatul Khasanah, S.Pd., Uthi Milati Hanifah. SE., Risma Wulansari, dr. Sirlita Rossa Firdausia, dr. Roro Ajeng Muizzah Intan, Dianta Prasetyawan, ST., dan Rezha Bagus. Terima kasih atas kenangan semasa sekolah dan doa yang diberikan untuk penulis.

Penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam tulisan ini, untuk itu penulis sangat mengharapkan kritik dan saran dari pembaca untuk tulisan ini. Semoga tulisan ini bermanfaat bagi kita semua.

Surabaya, 28 Januari 2016

Penulis

DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS UNIVERSITAS AIRLANGGA

PROGRAM STUDI: EKONOMI PEMBANGUNAN

DAFTAR No : .....

**ABSTRAK**

**SKRIPSI SARJANA EKONOMI**

NAMA : WINDI ZEIN MAULINA

NIM : 041011110

TAHUN PENYUSUNAN : 2015

**JUDUL :**

PENGARUH ALIRAN MODAL MASUK, KEBIJAKAN *QUANTITATIVE EASING FEDERAL RESERVE* DAN VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP HARGA ASET DAN NILAI TUKAR RUPIAH PERIODE 2002:1-2014:4

**ISI :**

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empiris hubungan antara aliran modal masuk dengan harga aset dan nilai tukar riil di Indonesia, dengan menggunakan model VECM dan data *time series* kuartalan periode 2002:1-2014:4. Penelitian ini juga menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi harga aset dan nilai tukar riil di Indonesia, seperti kebijakan *quantitative easing* oleh *Federal Reserve* dan variabel utama makroekonomi: suku bunga, pertumbuhan ekonomi dan inflasi.

Hasil estimasi menunjukkan bahwa kenaikan aliran modal masuk berupa *portfolio investment*, tingkat suku bunga, inflasi, pertumbuhan ekonomi dan kebijakan *quantitative easing* oleh AS menyebabkan apresiasi nilai tukar riil dan kenaikan harga aset. Namun, kenaikan aliran modal masuk berupa FDI justru menyebabkan depresiasi nilai tukar riil dan harga aset. Hasil estimasi juga menunjukkan *portfolio investment* memberikan dampak yang lebih besar terhadap nilai tukar riil dan harga aset dibandingkan dengan FDI.

**Kata Kunci :** Nilai Tukar Riil, Harga Aset, VECM, Aliran Modal Masuk, *Quantitative Easing*

MINISTRY OF NATIONAL EDUCATION  
FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS AIRLANGGAUNIVERSITY

STUDY PROGRAM : ECONOMICS

LIST No :

**ABSTRACT**

**GRADUATE ECONOMIC THESIS**

NAME : WINDI ZEIN MAULINA

NIM : 041011110

ARRANGED YEAR : 2015

**TITLE :**

EFFECTS OF CAPITAL INFLOW, QUANTITATIVE EASING FEDERAL RESERVE AND MACROECONOMIC VARIABLES ON ASSET PRICE AND RUPIAH'S EXCHANGE RATE PERIODS 2002:1-2014:4

**CONTENT:**

This paper aims at providing empirical evidence on the relationship between capital inflows with asset prices and real exchange rate in Indonesia, using VECM model and quarterly time series data from 2002:1-2014:4. This paper also analyzes the factors that have impact on asset prices and real exchange rate in Indonesia, such as quantitative easing policy by Federal Reserve and main macroeconomic variables: interest rate, growth rate and inflation.

The estimation results show that an increase of portfolio investment, interest rate, inflation, growth rate and quantitative easing policy by US have indeed contributed to real exchange rate and asset price appreciation. But, an increase of FDI causes real exchange rate and asset price depreciation. The estimation results also show that portfolio investment brings greater effect on real exchange rate and asset price, than FDI.

**Keywords :** Real Exchange Rate, Asset Price, VECM, Capital Inflow, Quantitative Easing

## DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Halaman Persetujuan Skripsi .....	ii
Halaman Pernyataan Orisinalitas Skripsi.....	iii
Declaration .....	iv
Kata Pengantar .....	v
Abstraksi .....	viii
Abstract .....	ix
Daftar Isi.....	x
Daftar Tabel .....	xiii
Daftar Gambar.....	xiv
<b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	8
1.3 Tujuan Penelitian .....	9
1.4 Manfaat Peneltian.....	9
1.5 Sistematika Penulisan Skripsi .....	10
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>12</b>
2.1 Landasan Teori.....	12
2.1.1 Nilai Tukar Riil .....	12
2.1.2 Teori Nilai Tukar .....	15
2.1.2.1 Teori Nilai Tukar Pendekatan Aset .....	15
2.1.2.2 Teori Nilai Tukar Pendekatan Moneter .....	19
2.1.2.3 Teori Balassa-Samuelson .....	22
2.1.3 <i>Capital Inflow</i> .....	24
2.1.3.1 <i>Foreign Direct Investment</i> .....	25
2.1.3.2 <i>Portfolio Investment</i> .....	26
2.1.4 Hubungan Antar Variabel dengan Nilai Tukar Riil .....	27
2.1.4.1 <i>Capital Inflow</i> dan Nilai Tukar Riil.....	27
2.1.4.2 Suku Bunga Domestik dan Nilai Tukar Riil.....	30
2.1.4.3 Suku Bunga Luar Negeri dan Nilai Tukar Riil.....	31
2.1.4.4 Inflasi dan Nilai Tukar Riil.....	32
2.1.4.5 Pertumbuhan Ekonomi dan Nilai Tukar Riil.....	32
2.1.5 Harga Aset .....	33
2.1.6 Teori Harga Aset.....	35
2.1.7 Hubungan Antar Variabel dengan Harga Aset .....	37
2.1.7.1 <i>Capital Inflow</i> dan Harga Aset .....	37
2.1.7.2 Suku Bunga, Pertumbuhan Ekonomi dan Harga Aset .....	38
2.1.7.3 Kebijakan <i>Quantitative Easing oleh The Fed</i> dan Harga Aset .....	40
2.1.7.4 Inflasi dan Harga Aset .....	40
2.2 Penelitian Terdahulu .....	41
2.2.1 Penelitian Terdahulu Mengenai Nilai Tukar Riil.....	42

2.2.2 Penelitian Terdahulu Mengenai Harga Aset .....	44
2.2.3 Penelitian Terdahulu Mengenai Kebijakan <i>Quantitative Easing</i> .....	45
2.3 Hipotesis dan Model Analisis .....	47
2.3.1 Hipotesis .....	47
2.3.2 Model Analisis .....	48
2.4 Kerangka Pemikiran.....	50
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b> .....	53
3.1 Pendekatan Penelitian .....	53
3.2 Identifikasi Variabel.....	53
3.3 Definisi Operasional Variabel.....	54
3.4 Jenis dan Sumber Data.....	57
3.5 Prosedur Pengumpulan Data.....	57
3.6 Teknik Analisis .....	58
3.6.1 Uji Stasioneritas Data .....	59
3.6.2 Uji Lag Optimal .....	60
3.6.3 Uji Kointegrasi.....	60
3.6.4 Model Umum VECM .....	61
3.6.5 <i>Impulse Response Function</i> .....	62
3.6.6 <i>Forecast Error Variance Decomposition</i> .....	62
3.6.7 Mekanisme Analisis VECM .....	63
<b>BAB IV PEMBAHASAN</b> .....	66
4.1 Gambaran Umum .....	66
4.1.1 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah di Indonesia .....	66
4.1.2 Perkembangan <i>Capital Inflow</i> di Indonesia .....	68
4.1.3 Perkembangan Harga Aset di Indonesia .....	69
4.1.4 Perkembangan Variabel Makroekonomi di Indonesia.....	70
4.1.5 Perkembangan Kebijakan <i>Quantitative Easing AS</i> .....	71
4.2 Analisis model dan Uji Hipotesis.....	72
4.2.1 Analisis Model .....	72
4.2.1.1 Uji Stasioneritas.....	73
4.2.1.2 Uji Lag Optimal.....	75
4.2.1.3 Uji Kointegrasi .....	76
4.2.1.4 Hasil Estimasi VECM .....	79
4.2.1.5 Impulse Response Function.....	83
4.2.1.6 <i>Forecast Error Variance Decomposition</i> .....	90
4.2.2 Pembuktian Hipotesis .....	92
4.3 Pembahasan.....	94
4.3.1 Model Nilai Tukar Riil.....	96
4.3.2 Model Harga Aset .....	102
4.4 Keterbatasan Penelitian.....	107

<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>	109
5.1 KESIMPULAN .....	109
5.2 SARAN .....	110
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	112
<b>LAMPIRAN.....</b>	116



## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Tabel Ringkasan Penelitian Terdahulu .....	47
Tabel 3.1 Data, Simbol dan Sumber Data.....	57
Tabel 4.1 Uji Unit Root pada Tingkat Level dan <i>First Difference</i> (Nilai Tukar Riil).....	73
Tabel 4.2 Uji Unit Root pada Tingkat Level dan <i>First Difference</i> (Harga Aset) ..	74
Tabel 4.3 Penentuan <i>Lag</i> Optimal (Nilai Tukar Riil) .....	75
Tabel 4.4 Penentuan <i>Lag</i> Optimal (Harga Aset).....	76
Tabel 4.5 Uji Kointegrasi (Nilai Tukar Riil).....	77
Tabel 4.6 Uji Kointegrasi (Harga Aset) .....	78
Tabel 4.7 Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang (Nilai Tukar Riil).....	79
Tabel 4.8 Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek (Nilai Tukar Riil).....	79
Tabel 4.9 Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang (Harga Aset) .....	81
Tabel 4.10 Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek (Harga Aset) .....	81
Tabel 4.11 Kontibrusi QE, LOGPI, LOGGDP, LOGFDI, LOGCPI dan IR terhadap REER.....	90
Tabel 4.12 Kontibrusi QE, LOGPI, LOGGDP, LOGFDI, LOGCPI dan IR terhadap AP .....	91

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 FDI dan <i>Portfolio Investment Inflows</i> di Indonesia, 2000-2014 .....	3
Gambar 2.1 Hubungan Ekspor Neto dan Kurs Riil .....	14
Gambar 2.2 Dampak Kenaikan Tingkat Suku Bunga Domestik .....	17
Gambar 2.3 Dampak Kenaikan Tingkat Suku Bunga Luar Negeri .....	18
Gambar 2.4 Transmisi Saluran Nilai Tukar ( <i>Exchange Rate Channel</i> ).....	21
Gambae 2.5 Hubungan Kurs Riil, Investasi dan Ekspor Neto.....	28
Gambar 2.6 Dampak Kenaikan Permintaan Investasi Domestik Terhadap Kurs Rill .....	29
Gambar 2.7 Dampak Kenaikan Permintaan Aset terhadap Harga Aset.....	38
Gambar 2.8 Dampak Perubahan Pendapatan dan Tingkat Harga Terhadap Permintaan Uang.....	38
Gambar 2.9 Kerangka Pemikiran (Nilai Tukar Riil).....	51
Gambar 2.10 Kerangka Pemikiran (Harga Aset) .....	52
Gambar 3.1 Proses Analisis VAR dan VECM.....	64
Gambar 4.1 Pergerakan Nilai Tukar Riil di Indonesia, Periode 2002:1-2014:4....	67
Gambar 4.2 Pergerakan FDI dan PI, Periode 2002-2014.....	68
Gambar 4.3 Pergerakan Harga Aset di Indonesia, Periode 2002:1-2014:4 .....	69
Gambar 4.4 Pergerakan Variabel Makroekonomi, Periode 2002-2014.....	70
Gambar 4.5 Pergerakan Suku Bunga <i>Treasury Note</i> The Fed, Periode 2002:1-2014:4 .....	71
Gambar 4.7 Respon RER terhadap <i>Shock LPI</i> .....	84
Gambar 4.8 Respon RER terhadap <i>Shock LGDP</i> .....	84
Gambar 4.9 Respon RER terhadap <i>Shock LFDI</i> .....	85
Gambar 4.10 Respon RER terhadap <i>Shock LCPI</i> .....	85
Gambar 4.11 Respon RER terhadap <i>Shock QE</i> .....	86
Gambar 4.12 Respon RER terhadap <i>Shock IR</i> .....	86
Gambar 4.13 Respon LAP terhadap <i>Shock QE</i> .....	87
Gambar 4.14 Respon LAP terhadap <i>Shock LPI</i> .....	87
Gambar 4.15 Respon LAP terhadap <i>Shock LGDP</i> .....	88
Gambar 4.16 Respon LAP terhadap <i>Shock LFDI</i> .....	88
Gambar 4.17 Respon LAP terhadap <i>Shock LCPI</i> .....	89
Gambar 4.18 Respon LAP terhadap <i>Shock IR</i> .....	89
Gambar 4.19 Pergerakan <i>Current Account</i> di Indonesia Periode 2010:1-2015:3..	94
Gambar 4.20 Dampak Kenaikan Penawaran Aset Terhadap Harga Aset.....	103