



Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Utang Luar Negeri di Negara ASEAN-7

The Effect of Macroeconomic Variables on External Debt in ASEAN-7 Countries

Rafi Nur Abidin¹⁾, Sofyan Syahnur²⁾, Suriani Suriani³⁾

^{1,2,3)}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Syiah Kuala, Kota Banda Aceh

e-mail korespondensi: suriani@unsyiah.ac.id

Info Artikel	Abstrak
<i>Riwayat Artikel :</i> Diterima: 09 Agustus 2021 Disetujui: 15 April 2022 Dipublikasikan: Juli 2022	Tujuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi (pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, dan inflasi) terhadap utang luar negeri di negara ASEAN-7 (Indonesia, Thailand, Vietnam, Filipina, Laos, Kamboja, dan Myanmar) selama periode 1996 sampai dengan 2019 yang menggunakan model panel <i>Autoregressive Distributed Lag</i> (ARDL). Hasil penelitian memperlihatkan bahwa utang luar negeri di ASEAN-7 dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, dan inflasi dalam jangka Panjang, namun tidak berpengaruh dalam jangka pendek. Oleh karena itu, Negara ASEAN-7 diharapkan memperhatikan peningkatan utang luar negeri, diatasi dengan kebijakan makroekonomi yang pragmatis, terutama kebijakan mengenai nilai tukar dan inflasi.
<i>Nomor DOI</i> 10.33059/jseb.v13i2.3984	
<i>Cara Mensitasi :</i> Abidin, R. N., Syahnur, S., & Suriani, S. (2022). Pengaruh variabel makroekonomi terhadap utang luar negeri di negara ASEAN-7. <i>Jurnal Samudra Ekonomi dan Bisnis</i>, 13(2), 136-150. doi: 10.33059/jseb.v13i2.3984.	
Kata Kunci: ASEAN, Panel ARDL, Utang Luar Negeri, Variabel Makroekonomi.	

Article Info	Abstract
Article History : Received: 09 August 2021 Accepted: 15 April 2022 Published: July 2022	<i>The purpose of this study is to analyze the effect of macroeconomic variables (economic growth, exchange rates, and inflation) on foreign debt in ASEAN-7 countries (Indonesia, Thailand, Vietnam, Philippines, Laos, Cambodia, and Myanmar) during the period 1996 to 2019 which using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) panel model. The results show that foreign debt in ASEAN-7 is positively and significantly affected by economic growth, exchange rates, and inflation in the long term, but not in the short term. Therefore, ASEAN-7 countries are expected to pay attention to increasing foreign debt, overcome by pragmatic macroeconomic policies, especially policies regarding exchange rates and inflation.</i>
DOI Number : 10.33059/jseb.v13i2.3984	
How to cite : Abidin, R. N., Syahnur, S., & Suriani, S. (2022). Pengaruh variabel makroekonomi terhadap utang luar negeri di negara ASEAN-7. <i>Jurnal Samudra Ekonomi dan Bisnis</i>, 13(2), 136-150. doi: 10.33059/jseb.v13i2.3984.	
Keywords: ASEAN, ARDL Panel, External Debt, Macroeconomic Variables.	



PENDAHULUAN

Pembiayaan melalui utang luar negeri sangat penting untuk pembangunan, tetapi pengelolaan utang yang buruk akan dapat merugikan pertumbuhan ekonomi. Utang luar negeri hanyalah bagian keseluruhan dari utang yang dimiliki oleh negara, baik itu utang yang dimiliki pemerintah maupun pihak swasta. Sumber pendanaan ini didukung oleh Lembaga keuangan internasional dan dari pemerintah dari luar negeri. Pada masa resesi, negara berkembang memiliki ketergantungan yang besar terhadap utang luar negeri, ketergantungan ini lebih besar bagi negara-negara yang dengan tingkat utang luar negeri yang tinggi (Sheng & Sukaj, 2021).

Terdapat beberapa faktor yang dapat menyebabkan terjadinya peningkatan maupun penurunan jumlah utang luar negeri, seperti variabel pertumbuhan ekonomi. Dampak dari akumulasi utang luar negeri dapat dilihat dari krisis keuangan Asia pada tahun 1997 yang dialami juga oleh negara-negara di ASEAN (Daud, 2014).

Utang luar negeri tidak hanya berperan dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi, tetapi juga dapat memicu terjadinya kondisi inflasi. Hubungan antara variabel inflasi dan pertumbuhan ekonomi secara statistik bersifat negatif dan signifikan, dimana tingkat inflasi yang berada pada ambang batas atas 7,84%, inflasi di negara-negara ASEAN-5 mulai menghambat pertumbuhan ekonomi (Thanh, 2015). Kondisi inflasi yang tinggi dapat berdampak buruk terhadap pertumbuhan ekonomi (Mauliana *et al.*, 2021) dan juga penting memperhatikan guncangan yang terjadi pada variabel makroekonomi lainnya (Zahara *et al.*, 2020; Hismendi *et al.*, 2021).

Selain faktor pertumbuhan ekonomi, dan inflasi, faktor nilai tukar suatu negara juga erat kaitannya dengan utang luar negeri. Ketika terjadi pelemahan nilai tukar, maka kewajiban utang luar negeri juga meningkat.

Guncangan nilai tukar memang menyebabkan perubahan signifikan dalam inflasi. Ada juga eviden tentang efek asimetris dari guncangan nilai tukar di Singapura, Filipina, serta Indonesia. Guncangan harga minyak menjadi faktor paling krusial yang berdampak besar terhadap inflasi di negara-negara ASEAN-5 (Pham *et al.*, 2020), dan di Indonesia terdapat hubungan kausal antara utang luar negeri, nilai tukar, dan pengangguran, khususnya di Indonesia (Cahyadin & Ratwianingsih, 2020).

Pertumbuhan setiap negara menjadi indikator penting dalam proses keberhasilan pembangunan negara-negara di dunia. Dengan memperhatikan GDP per kapita yang tidak terpaut jauh di negara ASEAN, maka Penelitian ini hanya memilih tujuh negara ASEAN, yaitu Indonesia, Vietnam Kamboja, Laos, Myanmar, Thailand, serta Filipina sebagai obyek penelitian. Namun diketahui tingkat pertumbuhan ekonomi yang tidak berbeda ini juga memperlihatkan bahwa negara ASEAN sebagai negara berkembang juga memiliki ketergantungan yang besar terhadap utang luar negeri.

Jika terjadi peningkatan utang luar negeri pada setiap tahunnya, maka dapat berdampak terhadap peningkatan jumlah uang beredar dalam negeri. Jika tidak terkontrol maka hal ini menyebabkan terjadinya inflasi dan berdampak pada melemahnya nilai tukar. Sehingga berdampak ulang terhadap jumlah utang luar negeri yang semakin meningkat. pendapat pro kontra terhadap kebijakan utang luar negeri atas siklus yang berulang dapat berdampak baik maupun buruk, menjadikan topik ini menarik untuk dikaji.

Beberapa faktor diperkirakan memiliki pengaruh terhadap utang luar negeri, di antaranya adalah pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, dan inflasi. Perubahan-perubahan yang terjadi atas ketiga variabel makroekonomi di negara ASEAN-7 itu dinilai mempengaruhi kondisi utang luar negeri di ASEAN-7.

Dari permasalahan yang telah diuraikan, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengeksplorasi dan menganalisis pengaruh dari variabel makroekonomi yang difokuskan pada variabel inflasi, nilai tukar, dan pertumbuhan ekonomi terhadap utang luar negeri di negara ASEAN-7 serta menganalisis hubungan kausalitas antar variabel tersebut dengan menggunakan data sekunder untuk periode tahun 1996 sampai 2019.

Utang Luar Negeri

Pengertian secara umum menjelaskan bahwa keseluruhan pinjaman resmi baik bentuknya uang ataupun aktiva lainnya yang bersumber dari luar negeri (dari negara maju ke negara berkembang) disebut dengan utang luar negeri. Dana yang diperoleh dari cara ini guna mendukung pembangunan untuk mendistribusikan pendapatan (Todaro, 2006). Beberapa jenis utang luar negeri diantaranya: (1) pinjaman resmi, yaitu pinjaman lunak yang bertujuan membantu negara berkembang yang disalurkan melalui lembaga seperti Bank Dunia, IMF, ADB dan sebagainya; (2) kredit ekspor, yaitu kredit yang digunakan dalam pembiayaan investasi berbentuk valuta asing yang diberikan kepada eksportir atau negara pemasok; serta (3) pinjaman swasta yang bersumber dari lembaga swasta dan bersifat komersil untuk membantu pembangunan negara berkembang.

Teori Harrod-Domar memberi paparan bagaimana pemanfaatan bantuan dari luar negeri guna membiayai pembangunan. Pada penerapannya, kelangkaan modal dibantu dengan upaya mendatangkan pinjaman dari luar negeri sehingga terjadilah pertumbuhan ekonomi. Dalam teorinya, tambahan stok modal diperlukan untuk menumbuhkan suatu perekonomian. Teori *Three Gap Model* menyatakan bahwa timbulnya utang luar negeri dapat disebabkan antara lain: (1) biaya investasi dalam negeri lebih besar dibanding-

kan tabungan nasional ($I > S$); (2) nilai ekspor lebih kecil daripada nilai impor ($X < M$); (3) pengeluaran pemerintah yang lebih besar dibandingkan penerimaan pajak ($G > T$).

Pertumbuhan ekonomi

Todaro (2006) dalam teorinya yang membahas Teori Pertumbuhan Baru (*New Growth Theory*), menjelaskan tentang teori pertumbuhan endogen. Dalam teori ini terdapat peran *human capital* dan investasi turut andil menentukan pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Faktor produksi menentukan pertumbuhan ekonomi, dimana peran modal lebih besar dari pendapatan, bukan hanya modal fisik, tetapi juga sumber daya manusianya. Dalam ekonomi terbuka, utang luar negeri berperan sebagai investasi. Secara garis besar investasi merupakan sumber dari ekonomi yang maju. Investasi berperan meningkatkan kualitas dan kuantitas dalam faktor produksi, serta keberhasilan mengelola investasi yang tercermin dari pertumbuhan ekonomi.

Mempercepat pertumbuhan ekonomi diharapkan membawa peningkatan taraf hidup masyarakat, khususnya untuk negara berkembang yang ada di ASEAN-7. Namun, hal tersebut terkadang terkendala akan kurangnya modal. Solusi untuk memenuhi kekurangan modal, biasanya setiap negara mencari bantuan dari luar negeri berupa utang resmi. Jika diperkuat alasan meminjam dana dari negara lain dari sisi teori dijelaskan bahwa terdapat keterkaitan antara utang luar negeri dengan pertumbuhan ekonomi (Malik & Kurnia, 2017). Hal ini juga didukung oleh Ibrahim (2019) yang menunjukkan bahwa utang luar negeri dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi. Kebijakan struktural yang dimaksudkan untuk meningkatkan pertumbuhan produktivitas memberikan efek pada terakumulasinya stok utang (Bhandari *et al.*, 1990).

Berdasarkan dari hasil empiris yang menjelaskan bahwa terdapat hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan utang luar negeri, maka dibentuk hipotesis pertama dalam riset ini yaitu:

H1: Variabel pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap utang luar negeri di negara ASEAN-7.

Nilai Tukar

Simorangkir (2004) mendefinisikan nilai tukar yang merupakan satu unit dalam mata uang asing dibandingkan dengan mata uang domestik. Dengan kata lain, mata uang domestik dapat dihargai dalam mata uang asing. Kondisi nilai tukar dapat dinyatakan terdepresiasi dan terapresiasi. Kondisi nilai tukar terdepresiasi memiliki makna bahwa nilai tukar melemah dan menguat nilai tukar disebut apresiasi.

Kondisi apresiasi dan depresiasi pada nilai tukar terjadi di pasar. Namun jika terdapat intervensi pemerintah, maka sudah ada kebijakan yang mengendalikan besaran dari nilai tukar. Istilah revaluasi untuk nilai tukar menjelaskan upaya dari kebijakan pemerintah untuk menguatkan nilai tukar. Sementara itu devaluasi nilai tukar adalah kebijakan pemerintah melemahkan mata uang domestik terhadap mata uang asing. Kebijakan ini memiliki alasan tertentu untuk menjaga proses pembangunan tetap berlanjut.

Harga relatif dari suatu barang-barang yang diperdagangkan antar dua negara dapat dilihat dari nilai tukar riil. Sementara itu, harga relatif dari nilai mata uang antar dua negara dapat dilihat dari nilai tukar nominal (Nopirin, 1996). Mishkin (2008) memberikan istilah kurs untuk membandingkan nilai tukar mata uang sebuah negara dengan negara lain.

Dalam bukunya, Ekananda (2014) membagi sistem nilai tukar menjadi empat jenis, yaitu: (1) sistem nilai tukar *fixed* (tetap) yang bersifat konstan dan hanya dibolehkan

berfluktuasi pada rentang yang tidak terpaut jauh atau sempit; (2) sistem nilai tukar *floating* (mengambang) terhadap mata uang asing. Dimana kondisi perubahan nilai tukar pada posisi ini sangat ditentukan oleh pasar, pemerintah tidak dapat melakukan intervensi; (3) sistem nilai tukar *managed floating* (mengambang terkendali), yaitu sistem nilai tukar yang berada di antara sistem tetap dan mengambang bebas, dimana pemerintah dapat melakukan upaya intervensi sewaktu-waktu; serta, (4) sistem nilai tukar terikat (*bound exchange rate*) menjelaskan mata uang suatu negara yang nilainya terikat pada suatu valuta asing atau mata uang tertentu; dan, fluktuasi nilai mata uang negara tersebut mudah terjadi.

Karenanya dinyatakan bahwa sumber pendanaan pembangunan dari luar negeri memiliki hubungan erat dengan nilai tukar. Besarnya suatu nilai pinjaman dari luar negeri tergantung dari kurs terhadap mata uang asing. Sehingga jumlah pelunasan dapat berbeda setiap saat, jika kondisi nilai tukar melemah berdampak kepada peningkatan kewajiban pelunasan utang. Konsekuensinya, pengaruh kurs terhadap utang luar negeri memiliki hubungan yang positif (Phykaf, 2016; Tafonao & Arianti, 2016; Fadillah & Sutjipto, 2018; Ibrahim, 2019). Dari hasil empiris ini dapat dibentuk hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

H2: Variabel nilai tukar berpengaruh positif terhadap utang luar negeri di negara ASEAN-7.

Inflasi

Menurut teori strukturalis terdapat dua sebab penting mengapa perekonomian suatu negara yang sedang berkembang mengalami inflasi dijelaskan dalam (Boediono, 1994), antara lain: (1) penerimaan ekspor tidak elastis, dimana ekspor berkembang lambat dibanding sektor perekonomian yang lain. Naiknya harga barang-barang komoditi,

berakibat kenaikan biaya produksi dan substitusi impor, akhirnya banyak harga barang yang naik dan inflasi berkepanjangan; dan, (2) ketidakelastisan supply, dimana produksi bahan pangan berubah tidak secepat pendapatan, serta pertumbuhan penduduk. Tuntutan kenaikan upah meningkatkan harga hasil produksi, sehingga terjadi proses saling dorong antara upah dan kenaikan harga, sehingga inflasi terus terjadi.

Ketika negara mengalami inflasi, maka nilai tukar mata uang lokal akan melemah terhadap dolar. Negara yang relatif masih bergantung pada produk dari luar negeri, pada saat terjadi inflasi akan membutuhkan dana lebih besar untuk memenuhi kebutuhannya dan dibutuhkan utang luar negeri untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Variabel inflasi memiliki pengaruh signifikan positif terhadap utang luar negeri (Sari, 2015). Inflasi cenderung meningkatkan utang luar negeri dari waktu ke waktu (Gylfason, 1990). Di negara-negara yang mengalami inflasi tinggi, mendorong meningkatnya utang (Bildirici & Ersin, 2007).

Berdasarkan pemikiran yang telah diuraikan terkait hubungan antara inflasi dan utang luar negeri, maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini yaitu:

H3: Variabel inflasi berpengaruh positif terhadap utang luar negeri di negara ASEAN-7.

Terakhir, penelitian ini menganalisis hubungan timbal-balik antara variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar, serta utang luar negeri di negara ASEAN-7 dengan menggunakan data sekunder panel time series tahun 1996-2019. Karenanya pada penelitian ini dimunculkan hipotesis keempat, yaitu:

H4: Terdapat hubungan kausalitas antara variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar, dan utang luar negeri.

METODE PENELITIAN

Obyek penelitian ini adalah negara-negara di Asia Tenggara dengan periode dari tahun 1996 sampai 2019. Jenis penelitian bersifat kuantitatif dengan menyajikan data sekunder yang diperoleh dari publikasi resmi *World Bank*. Populasi sebanyak 7 negara ASEAN dengan fokus pada negara-negara Indonesia, Thailand, Vietnam, Filipina, Laos, Kamboja, dan Myanmar. Ketujuh negara tersebut dipilih karena antara ketujuh negara ASEAN tersebut memiliki nilai GDP per capita yang tidak terlampaui jauh jika dibandingkan tiga negara ASEAN lainnya, yaitu Singapura, Brunei Darussalam, dan Malaysia.

Untuk mengetahui pengaruh variabel makroekonomi terhadap utang luar negeri digunakan pendekatan panel *Autoregressive Distribution Lag* (ARDL). Alasan pemilihan karena panel ARDL akan menghasilkan estimasi jangka panjang dan jangka pendek, serta *cross-section* dari koefisien ECT jangka pendek, guna menjawab tujuan penelitian. Utang luar negeri merupakan variabel terikat sementara pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar sebagai variabel bebas.

Metode Analisis Data

Tahap pertama mengestimasi hubungan variabel makroekonomi (yaitu: pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar) terhadap utang luar negeri, dimulai dengan pengujian stasioneritas data menggunakan uji Levin, Lin, and, Chu (LLC), dan Phillip-Perron (PP). Apabila data yang tidak stasioner digunakan di dalam persamaan regresi, maka akan dihasilkan *spurious regression* atau regresi palsu, dan hasil estimasi yang diperoleh menjadi keliru (Gujarati, 2003). Data harus stasioner karena dapat berdampak kurang baiknya metode estimasi yang dapat berakibat terjadinya autokorelasi dan heterokedastisitas. Data yang tidak stasioner mengakibatkan

kurang baiknya model yang akan diestimasi (Widarjono, 2009).

Tahap kedua dilanjutkan dengan uji kointegrasi panel Kao untuk tujuan melihat keseimbangan jangka panjang. Suatu model panel ARDL dinyatakan memiliki kointegrasi jika nilai probabilitas $< \alpha$ (0,05). Untuk mengevaluasi apakah terjadi keseimbangan jangka panjang menggunakan residual dari uji DF dan ADF sebagai pendekatan standar, kointegrasi dapat diuji dalam data panel (Baltagi, 2005). Pedroni (1995) menggunakan faktor residual untuk menguji kointegrasi dalam data panel. Prosedur mengetahui adanya kointegrasi dalam riset ini dengan membandingkan nilai *t-statistic*. Ada tidaknya kointegrasi diketahui dengan membandingkan antara nilai kritis dengan nilai *trace statistic* pada alpha 0,05. Kointegrasi bisa diperlihatkan dari perbandingan nilai *t-statistic* yang lebih besar dari *t-critical value*.

Tahap berikutnya yaitu estimasi model panel ARDL. Bentuk umum model ARDL yang diuji dalam penelitian ini didasarkan pada Pesaren *et al.* (2001), seperti berikut:

$$Y_t = a_0 + a_1 t + \sum_{i=1}^p \theta_i Y_{t-i} + \beta' X_t + \sum_{i=1}^{q-1} \beta^{*'} \Delta X_{t-i} + u_t \quad (1)$$

Karena penelitian ini menggunakan data panel, maka persamaan (1) dapat ditulis ulang, seperti berikut:

$$Y_{j,t} = a_0 + a_1 t + \sum_{i=1}^p \theta_{1i} Y_{j,t-i} + \beta' X_{j,t} + \sum_{i=1}^{q-1} \beta^{*'} \Delta X_{j,t-i} + u_{j,t} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \Delta ED_{j,t} = & a_0 + \sum_{i=1}^n a_{1i} \Delta ED_{j,t-i} + \sum_{i=1}^n a_{2i} \Delta EG_{j,t-i} + \sum_{i=1}^n a_{3i} \Delta INF_{j,t-i} \\ & + \sum_{i=1}^n a_{4i} \Delta ER_{j,t-i} + \beta_{11} ED_{j,t-1} + \beta_{21} EG_{j,t-1} + \beta_{31} INF_{j,t-1} \\ & + \beta_{41} ER_{j,t-1} + u_{j,t} \end{aligned} \quad (3)$$

Memasukkan variabel penelitian ke dalam persamaan (2), maka model panel ARDL dapat dinyatakan seperti persamaan (3); dimana *ED* adalah utang luar negeri (*external debt*), *EG* adalah pertumbuhan ekonomi (*economic growth*), *INF* adalah inflasi (*inflation*), *ER* adalah nilai tukar (*exchange rate*), α_1 adalah koefisien estimasi jangka pendek, β_1 adalah koefisien estimasi jangka panjang, *u* adalah *error term*, *j* untuk negara, serta *t* untuk periode. Lebih lanjut, utang luar negeri dinyatakan dalam dolar Amerika Serikat (USD), pertumbuhan ekonomi dan inflasi dinyatakan dalam persentase (%), sedangkan nilai tukar dinyatakan dalam *local currency unit* (USD).

Tahapan uji terakhir untuk mengetahui hubungan kausalitas antara variabel-variabel utang luar negeri, pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar, maka dilakukan uji *Granger Causality*. Nilai probabilitas yang dihasilkan dari pengujian kausalitas pada masing-masing variabel, menunjukkan ada tidaknya hubungan kausalitas antar variabel. Pengujian kausalitas dengan membandingkan dengan alpha 0,05 akan menunjukkan hasil dari uji kausalitas Granger. Dari hasil uji ini diperoleh kemungkinan adanya hubungan antara dua variabel, hubungan satu arah, serta tidak adanya hubungan antar variabel.

HASIL ANALISIS

Penelitian ini menggunakan model panel ARDL untuk menguji pengaruh variabel-variabel makroekonomi (yaitu: pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar) terhadap utang luar negeri. Pada bagian pertama disajikan hasil analisis dan pembahasan dari uji stasioner dan kointegrasi data. Pada bagian kedua disajikan estimasi jangka panjang dari model panel ARDL. Pada bagian akhir disajikan hasil estimasi jangka pendek model panel ARDL serta nilai koefisien *error correction term*.

Hasil uji stasioner berdasarkan Levin, Lin, dan Chu (LLC) dan Phillips-Perron (PP) Fisher Chi-Square seperti dalam Tabel 1, menunjukkan utang luar negeri stasioner pada I(1) atau tingkat *first difference*; sedangkan pertumbuhan ekonomi, nilai tukar dan inflasi, stasioner pada I(0) atau tingkat *level*. Hasil uji *unit roots tests* pada Tabel 1 menunjukkan adanya campuran I(0) dan I(1), dimana hal ini menegaskan bahwa penggunaan model panel ARDL sesuai untuk penelitian ini.

Keuntungan dari uji kointegrasi adalah untuk mengestimasi apakah variabel dalam penelitian ini memiliki hubungan hubungan jangka panjang yang stabil. Dalam penelitian ini digunakan uji Kao, yang terdiri dari Dickey-Fuller (DF) serta Augmented Dickey-Fuller (ADF), untuk menguji kointegrasi data

panel. Hasil uji kointegrasi menghasilkan residual yang diperoleh dengan meregresi variabel bebas ke variabel terikat. Hasil uji pada Tabel 2 memperlihatkan kointegrasi panel untuk negara-negara ASEAN-7 selama periode 1996-2019 dimana nilai probabilitas sebesar 0,3808 atau lebih besar dari 5%. Dengan demikian, dinyatakan bahwa tidak terdapat kointegrasi antara utang luar negeri dan variabel makroekonomi (pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar) di ASEAN-7 dalam jangka panjang. Temuan ini menunjukkan kecenderungan variabel untuk bergerak ke arah yang berlainan di masa depan. Hasil terbaik yang diperoleh dari estimasi model panel ARDL, dimana *lag* ditentukan pada (4, 4, 4, 4), didapatkan menggunakan kriteria *lag* dari *Akaike Information Criteria* (AIC).

Tabel 1. Hasil Uji Unit Roots Tests

Variabel	Level & First Diff.	Intercept/Trend	Prob.		Keputusan
			LLC	PP	
Utang Luar Negeri	<i>Level</i>	<i>Intercept</i>	0.9999	0.8604	I(1)
		<i>Interc. & Trend</i>	0.8082	0.4471	
	<i>First Diff.</i>	<i>Intercept</i>	0.0237	0.0000	
		<i>Interc. & Trend</i>	0.0955	0.0000	
Pertumbuhan Ekonomi	<i>Level</i>	<i>Intercept</i>	0.0012	0.0000	I(0)
		<i>Interc. & Trend</i>	0.0000	0.0002	
	<i>First Diff.</i>	<i>Intercept</i>	0.0000	0.0000	
		<i>Interc. & Trend</i>	0.0000	0.0000	
Kurs (log)	<i>Level</i>	<i>Intercept</i>	0.0000	0.0000	I(0)
		<i>Interc. & Trend</i>	0.0000	0.0000	
	<i>First Diff.</i>	<i>Intercept</i>	0.0000	0.0000	
		<i>Interc. & Trend</i>	0.0000	0.0000	
Inflasi	<i>Level</i>	<i>Intercept</i>	0.0000	0.0000	I(0)
		<i>Interc. & Trend</i>	0.0000	0.0000	
	<i>First Diff.</i>	<i>Intercept</i>	0.0000	0.0000	
		<i>Interc. & Trend</i>	0.0000	0.0000	

Sumber: Data sekunder (diolah), 2021.

Tabel 2. Hasil Uji Kointegrasi Kao

	t-Statistik	Prob.
ADF	0.303448	0.3808
Residual variance	2.912765	
HAC variance	2.404854	

Ket: *p < 0.05

Sumber: Data sekunder (diolah), 2021.

Tabel 3. Hasil Estimasi Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.
EG	0.402918	0.163106	2.470288	0.0173*
LER	2.147382	0.503722	4.263032	0.0001*
INF	0.452070	0.084484	5.350929	0.0000*

Ket: *p < 0.05

Sumber: Data sekunder (diolah), 2021.

Tabel 4. Hasil Estimasi Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.
COINTEQ01	0.418466	0.411521	1.016877	0.3145
D(LED(-1))	-1.131135	0.553709	-2.042832	0.0468*
D(LED(-2))	-0.867249	0.490585	-1.767785	0.0837
D(LED(-3))	4.914521	4.995933	0.983704	0.3304
D(EG)	0.377756	0.302432	1.249061	0.2180
D(EG(-1))	0.038298	0.177437	0.215841	0.8301
D(EG(-2))	-0.634192	0.553464	-1.145861	0.2578
D(EG(-3))	0.614583	0.665385	0.923649	0.3605
D(INF)	0.205319	0.217575	0.943671	0.3503
D(INF(-1))	0.152170	0.275548	0.552246	0.5835
D(INF(-2))	-0.082847	0.153166	-0.540896	0.5912
D(INF(-3))	-0.116112	0.088046	-1.318770	0.1938
D(LER)	21.21024	23.81971	0.890449	0.3779
D(LER(-1))	-11.50109	6.907347	-1.665052	0.1027
D(LER(-2))	2.947770	3.646915	0.808292	0.4231
D(LER(-3))	-1.571736	5.117609	-0.307123	0.7601
C	0.710529	0.443337	1.602684	0.1158

Ket: *p < 0.05

Sumber: Data sekunder (diolah), 2021.

Tabel 3 menyajikan hubungan jangka panjang antara variabel makro lainnya (EG, ER, INF) terhadap utang luar negeri (ED). Hasil uji memperlihatkan utang luar negeri dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, dan inflasi. Koefisien masing-masing variabel tersebut secara berturut-turut adalah 0,4, 2,14, dan 0,45. Berdasarkan hasil tersebut dijelaskan bahwa jika terjadi peningkatan 1% pada pertumbuhan ekonomi, maka menyebabkan peningkatan pada utang luar negeri sebesar 0,4%. Demikian pula jika adanya peningkatan 1% dari nilai tukar, maka dapat meningkatkan utang luar negeri sebesar 2,14%; dan, terjadi-

nya kenaikan inflasi menimbulkan kenaikan jumlah utang luar negeri sebesar 0,45%.

Selanjutnya, Tabel 4 menunjukkan hasil *error correction term* (ECT) bahwa koefisien positif tetapi tidak signifikan, dimana nilainya 0,4185. Hal yang menarik dari temuan ini adalah tidak satupun variabel independen yang ada mempengaruhi utang luar negeri dalam jangka pendek. Fakta ini menyiratkan bahwa, secara umum, rumah tangga ASEAN tergolong memiliki ketahanan jangka pendek.

Pemahaman komprehensif tentang aspek kecepatan penyesuaian dan fluktuasi dalam jangka pendek diketahui pada Tabel 5 dan 6 dengan mengamati hasil koefisien ECT dari

masing-masing negara. Kedua tabel menyatakan Myanmar, Kamboja, Laos, Filipina, Thailand, dan Indonesia merupakan negara yang mengalami kecepatan penyesuaian relatif cepat. Ketidakseimbangan jangka pendek atas variabel makroekonomi di Myanmar, Kamboja, Laos, Filipina, Thailand, dan Indonesia pada tahun sebelumnya, disesuaikan dalam periode yang lebih singkat. Sementara untuk Vietnam cenderung lambat dengan nilai koefisien 2,88; berarti guncangan jangka pendek pada tahun sebelumnya tidak dapat disesuaikan pada tahun berjalan, tetapi butuh waktu cukup lama. Koefisien ECT keseluruhan dari panel ARDL jangka pendek pada Tabel 5 dan 6 menunjukkan kecepatan yang disesuaikan relatif cepat menanggapi ketidakseimbangan jangka pendek.

Fluktuasi jangka pendek dari variabel independen menunjukkan bahwa variabel *autoregressive* (utang luar negeri) baik secara keseluruhan maupun di setiap negara (kecuali Kamboja) secara signifikan mempengaruhi utang luar negeri. Kebijakan ekonomi makro

untuk menekan peningkatan utang luar negeri tidak efektif dalam waktu singkat, namun dalam jangka panjang variabel makroekonomi malahan meningkatkan utang luar negeri di kawasan ASEAN.

Hasil *cross-section* untuk pertumbuhan ekonomi dan inflasi, berbeda dengan hasil estimasi jangka pendek (keseluruhan), tetapi sama dengan estimasi jangka panjang. Kedua variabel ini memiliki fluktuasi jangka pendek yang signifikan di tiap-tiap negara. Artinya, kebijakan ekonomi makro yang dilakukan di ASEAN-7 umumnya bersifat sementara.

Tabel 7 menggambarkan hubungan yang terjadi antar variabel penelitian. Pada tingkat probabilitas di bawah 5%, terdapat hubungan timbal balik antara pertumbuhan ekonomi dan utang luar negeri; hubungan kausalitas dua arah antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi; serta, hubungan searah antara nilai tukar terhadap utang luar negeri. Selain itu, hubungan antar variabel memiliki nilai probabilitas di atas 5%.

Tabel 5. Cross-Section Short-Run ECT Coefficients (1)

Variabel	Myanmar		Kamboja		Laos		Filipina	
	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.
COINTEQ01	0.013880	0.0000*	-0.003291	0.0007*	0.088324	0.0000*	0.061053	0.0000*
D(LED(-1))	-0.560411	0.0000*	-0.212441	0.5082	-1.551851	0.0039*	-0.436227	0.0001*
D(LED(-2))	0.714627	0.0000*	0.239932	0.1169	-2.094883	0.0068*	-0.934697	0.0000*
D(LED(-3))	0.334088	0.0000*	-0.080827	0.3699	-0.848444	0.0004*	-0.270747	0.0001*
D(EG)	0.016735	0.0000*	-0.012531	0.0000*	-0.166287	0.0000*	0.029857	0.0000*
D(EG(-1))	0.005848	0.0000*	0.019967	0.0000*	-0.183940	0.0000*	0.038895	0.0000*
D(EG(-2))	-0.002243	0.0000*	-0.033349	0.0000*	-0.321997	0.0001*	0.028113	0.0000*
D(EG(-3))	-0.013610	0.0000*	-0.005135	0.0000*	-0.323010	0.0000*	-0.019137	0.0000*
D(INF)	0.007234	0.0000*	-0.012660	0.0000*	-0.028326	0.0000*	0.006877	0.0001*
D(INF(-1))	0.008164	0.0000*	-0.011467	0.0000*	-0.005176	0.0000*	0.005798	0.0000*
D(INF(-2))	0.005383	0.0000*	-0.001612	0.0000*	-0.014310	0.0000*	0.023822	0.0000*
D(INF(-3))	0.001573	0.0000*	-0.011233	0.0000*	-0.002802	0.0000*	-0.002954	0.0000*
D(LER)	-0.008021	0.0000*	-0.404270	0.8249	-13.58321	0.3294	0.234914	0.0108*
D(LER(-1))	-0.055810	0.0000*	-2.831657	0.4338	-0.671867	0.0236*	0.179858	0.0005*
D(LER(-2))	-0.036643	0.0000*	-2.124235	0.1753	-0.209399	0.5286	-0.035457	0.0194*
D(LER(-3))	0.016305	0.0000*	1.059708	0.3304	1.394472	0.0239*	-0.435016	0.0000*
C	0.007313	0.2974	0.112390	0.0019*	0.593981	0.1074	-0.726276	0.0107*

Ket: *p < 0.05

Sumber: Data sekunder (diolah), 2021.

Tabel 6. Cross-Section Short-Run ECT Coefficients (2)

Variabel	Myanmar		Kamboja		Laos		Filipina	
	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.
COINTEQ01	2.884431	0.0008*	-0.066551	0.0001*	-0.048585	0.0120*	2.884431	0.0008*
D(LED(-1))	-4.271346	0.0004*	-0.097244	0.0481*	-0.788421	0.0001*	-4.271346	0.0004*
D(LED(-2))	-2.996755	0.0018*	-0.321754	0.0001*	-0.677210	0.0058*	-2.996755	0.0018*
D(LED(-3))	34.87354	0.0056*	0.519037	0.0001*	-0.124997	0.5335	34.87354	0.0056*
D(EG)	2.041957	0.0005*	0.798595	0.0007*	-0.064036	0.9343	2.041957	0.0005*
D(EG(-1))	0.987102	0.0012*	-0.032901	0.3480	-0.566884	0.0000*	0.987102	0.0012*
D(EG(-2))	-3.927716	0.0000*	0.165619	0.0002*	-0.347773	0.0038*	-3.927716	0.0000*
D(EG(-3))	4.596355	0.0000*	-0.018351	0.0315*	0.084967	0.1148	4.596355	0.0000*
D(INF)	1.474309	0.0000*	0.227944	0.0014*	-0.238145	0.0000*	1.474309	0.0000*
D(INF(-1))	1.754873	0.0000*	-0.476149	0.0017*	-0.210850	0.0000*	1.754873	0.0000*
D(INF(-2))	0.439208	0.0000*	-0.907811	0.0001*	-0.124609	0.0000*	0.439208	0.0000*
D(INF(-3))	-0.160054	0.0000*	-0.627779	0.0007*	-0.009534	0.0001*	-0.160054	0.0000*
D(LER)	163.5394	0.1724	-5.568907	0.9176	4.261775	0.2958	163.5394	0.1724
D(LER(-1))	-46.76300	0.6428	-26.87662	0.7142	-3.488555	0.0378*	-46.76300	0.6428
D(LER(-2))	24.66244	0.6066	0.818870	0.9792	-2.441188	0.7559	24.66244	0.6066
D(LER(-3))	16.57745	0.6563	-28.96159	0.5761	-0.653480	0.9716	16.57745	0.6563
C	2.932532	0.9929	1.332886	0.2262	0.720880	0.6371	2.932532	0.9929

Ket: *p < 0.05

Sumber: Data sekunder (diolah), 2021.

Tabel 7. Hasil Uji Kausalitas Granger

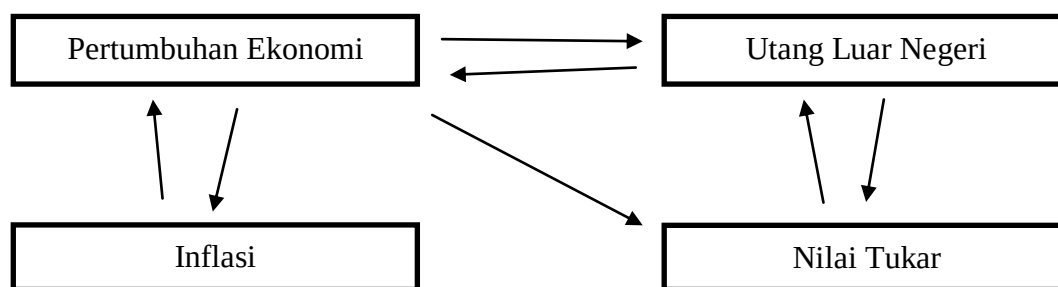
Hipotesis Nul:	Obs	F-Statistik	Prob.
EG tidak memiliki kausalitas terhadap ED	140	4.08904	0.0037*
ED memiliki kausalitas terhadap EG		2.68756	0.0341*
ER tidak memiliki kausalitas terhadap ED	140	2.65148	0.0360*
ED memiliki kausalitas terhadap ER		2.03918	0.0926**
INF tidak memiliki kausalitas terhadap ED	140	0.95916	0.4323
ED memiliki kausalitas terhadap INF		0.22688	0.9229
ER tidak memiliki kausalitas terhadap EG	140	0.54822	0.7006
EG memiliki kausalitas terhadap ER		2.22042	0.0702**
INF tidak memiliki kausalitas terhadap EG	140	2.94631	0.0227*
EG memiliki kausalitas terhadap INF		4.43413	0.0022*
INF tidak memiliki kausalitas terhadap ER	140	1.07719	0.3705
ER memiliki kausalitas terhadap INF		0.96963	0.4265

Ket: *p < 0.05; p < 0.1.

Sumber: Data sekunder (diolah), 2021.

Dari hasil temuan dibuktikan bahwa variabel pertumbuhan ekonomi dan utang luar negeri memiliki hubungan kausalitas dua arah. Hal ini memberikan implikasi bahwa pertumbuhan ekonomi mampu menyebabkan pergerakan terhadap utang luar negeri. Begitu

pula sebaliknya utang luar negeri mampu menyebabkan pergerakan/perubahan terhadap pertumbuhan ekonomi. Hubungan ini diperkuat dari hasil penelitian sebelumnya dari sisi pengaruh utang luar negeri terhadap pertumbuhan ekonomi (Dawood *et al.*, 2020).



Gambar 1. Flow Chart Hasil Uji Kausalitas Granger

Sumber: Diolah peneliti, 2021.

Variabel lain yang memiliki hubungan dua arah adalah pertumbuhan ekonomi dan inflasi, dimana inflasi mampu menyebabkan pergerakan terhadap pertumbuhan ekonomi dengan probabilitas sebesar 0,0227. Sejalan dengan hasil penelitian ini, Syafi'i *et al.* (2021) dalam risetnya pada enam negara ASEAN mengemukakan inflasi berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi di ASEAN. Hubungan sebaliknya, variabel pertumbuhan ekonomi dalam uji kausalitas Granger ini memiliki pengaruh terhadap inflasi dengan probabilitas sebesar 0,0022.

Implikasi hasil untuk nilai tukar yang memiliki hubungan kausal satu arah dengan utang luar negeri yaitu nilai tukar, mampu menyebabkan pergerakan terhadap pinjaman dari luar negeri. Hal ini didukung dengan hasil uji kausalitas dengan nilai probabilitas 0,0360. Jika dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, hasil ini mempertegas bahwa utang luar negeri dipengaruhi kurs secara positif (Fadillah & Sutjipto, 2018).

Selain kedua hubungan timbal balik dan satu hubungan searah tersebut, pada taraf uji signifikansi 10%, terdapat hasil bahwa utang luar negeri mempengaruhi nilai tukar dengan nilai probabilitas sebesar 0,09260; serta, pertumbuhan ekonomi mempengaruhi nilai tukar dengan nilai probabilitas 0,0702. Lebih dari itu, hubungan kausalitas antar variabel yang lainnya berada pada besaran nilai probabilitas di atas 10%.

Pembahasan

Dari hasil estimasi jangka panjang yang diperlihatkan oleh Tabel 3, menjelaskan pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh positif terhadap utang luar negeri. Hal ini menyiratkan arah kebijakan makroekonomi yang mendorong pertumbuhan ekonomi di kawasan ASEAN-7 dapat menyebabkan terjadinya peningkatan utang luar negeri. Temuan ini sejalan dengan Ibrahim (2019), namun berbeda dengan hasil temuan milik Zulfiningtyas & Daryono (2020) yang menjelaskan bahwa PDB tidak berpengaruh terhadap utang luar negeri. Implikasinya bahwa pertumbuhan ekonomi yang terlalu dipaksakan malahan akan menambah utang luar negeri, dimana bisa saja modal dalam meningkatkan laju pertumbuhan ekonomi yang terlalu banyak berasal dari luar negeri. Konsekuensinya, beban utang luar negeri di masa depan semakin besar.

Hasil empiris berikutnya menjelaskan bahwa inflasi berpengaruh secara positif terhadap utang luar negeri, dimana sejalan dengan temuan empiris Sari (2015). Hal ini menyiratkan bahwa kebijakan makroekonomi dengan menekan laju peningkatan inflasi akan menahan peningkatan utang luar negeri. Berbeda dengan penelitian lain (Zulfiningtyas & Daryono, 2020; Ibrahim, 2019) yang menyatakan inflasi tidak memiliki pengaruh terhadap utang luar negeri. Implikasinya, inflasi yang terjadi saat ini akan membawa dampak pada kenaikan utang luar negeri pada

masa depan. Untuk itu perlu langkah-langkah dalam menekan laju inflasi di tahun berjalan.

Hasil empiris berikutnya yang diperoleh dalam penelitian ini memperlihatkan bahwa utang luar negeri dipengaruhi secara positif oleh nilai tukar. Hal ini menyiratkan bahwa kebijakan makroekonomi yang bersikap tidak membatasi fluktuasi nilai tukar akan dapat mendorong kenaikan jumlah utang luar negeri. Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya bahwa kurs memiliki pengaruh positif terhadap utang luar negeri (Phykaf, 2016; Fadillah & Sutjipto, 2018; Ibrahim, 2019); namun berbeda dengan penelitian Ratag *et al.* (2018) yang menegaskan bahwa kurs tidak berpengaruh terhadap utang luar negeri. Implikasinya jelas bahwa nilai tukar yang tidak terkontrol akan membawa peningkatan utang negeri di masa mendatang. Untuk itu, penggunaan sistem nilai tukar mengambang terkendali menjadi pilihan yang lebih baik untuk kondisi hasil riset seperti ini.

Ketiga variabel makroekonomi dalam penelitian ini yaitu pertumbuhan ekonomi, nilai tukar dan inflasi, ketiganya tercatat berpengaruh positif terhadap utang luar negeri. Implikasinya jelas bahwa ketiga variabel berpengaruh karena berdampak langsung maupun tidak langsung terhadap utang luar negeri. Keinginan negara untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi yang stabil dan terus meningkat, tentunya memiliki peluang untuk mengambil resiko dengan meningkatkan utang luar negeri demi mendorong peningkatan pendapatan. Namun ketika negara mengalami pelemahan nilai tukar, maka kewajiban utang luar negeri pun menjadi meningkat.

Hasil dari uji kausalitas Granger dapat menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki hubungan kausalitas dua arah dengan utang luar negeri, serta inflasi memiliki hubungan kausalitas dua arah dengan pertumbuhan ekonomi. Hasil ini

bermakna bahwa inflasi secara tidak langsung berpengaruh terhadap utang luar negeri, dan kondisi pertumbuhan ekonomi dapat memberi pengaruh terhadap nilai tukar yang secara tidak langsung dapat berpengaruh juga terhadap utang luar negeri.

SIMPULAN

Penelitian ini secara empiris meneliti pengaruh jangka panjang dan jangka pendek dari variabel makroekonomi (pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar) terhadap utang luar negeri di ASEAN-7 (Indonesia, Thailand, Vietnam, Filipina, Laos, Kamboja, dan Myanmar) selama periode 1996 sampai dengan 2019. Menggunakan model panel ARDL, penelitian ini mengungkapkan bahwa pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap utang luar negeri dalam jangka panjang. Tetapi tidak demikian dalam jangka pendek, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, dan inflasi tidak berpengaruh terhadap utang luar negeri. Hal ini menyiratkan bahwa secara umum negara-negara di ASEAN-7 tergolong memiliki ketahanan dalam jangka pendek.

Berdasarkan hasil uji kausalitas Granger, dapat disimpulkan bahwa terdapat terdapat tiga hubungan timbal balik, dan satu hubungan searah. Hubungan timbal balik yang pertama adalah variabel pertumbuhan ekonomi dan utang luar negeri, hubungan timbal balik yang kedua adalah inflasi dan pertumbuhan ekonomi, dan hubungan timbal balik yang ketiga adalah nilai tukar dan utang luar negeri. Satu hubungan searah adalah pertumbuhan ekonomi terhadap nilai tukar.

Hasil penelitian ini memberi beberapa implikasi kebijakan, terutama kebijakan yang dapat berpengaruh pada meningkatnya utang luar negeri. Karenanya, kebijakan penerapan sistem nilai tukar mengambang terkendali yaitu salah satu kebijakan yang bisa dilakukan dengan adanya intervensi pihak pemerintah

sewaktu-waktu saat diperlukan dengan berbagai pertimbangan. Sehingga dengan upaya itu maka perubahan nilai tukar dapat terkontrol, mengingat kontribusi nilai tukar yang signifikan dalam meningkatnya utang luar negeri. Selain itu, kenaikan jumlah utang luar negeri harus dapat diatasi dengan kebijakan makroekonomi yang pragmatis, terutama mengenai nilai tukar dan inflasi.

Keterbatasan penelitian ini menjadi batasan karena menggunakan data tahunan dan variabel yang terbatas. Oleh karena dua hal itu, direkomendasikan bagi penelitian berikutnya untuk menambahkan variabel-variabel makroekonomi lainnya. Disarankan pula agar peneliti selanjutnya menambahkan periode penelitian dengan menggunakan data semester, triwulan, ataupun bulanan.

UCAPAN TERIMA KASIH

Terima kasih yang tidak terhingga kami ucapkan kepada Pusbindiklatren BAPPENAS atas kesempatan yang diberikan untuk melanjutkan jenjang pendidikan tinggi dengan program bantuan beasiswa, sehingga riset ini dapat diselesaikan dengan baik.

REFERENSI

- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data (Third edition)*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Bhandari, J. S., Haque, N. U., & Turnovsky, S. J. (1990). Growth, external debt, and sovereign risk in a small open economy. *Staff Papers*, 37(2), 388-417. doi: 10.2307/3867295.
- Bildirici, M., & Ersin, O. O. (2007). Domestic debt, inflation, and economic crises: A panel cointegration application to emerging and developed economies. *Applied Econometrics and International Development*, 7(1), 31-47. Retrieved from <https://www.usc.gal/economet/journals1/aeid/aeid713.pdf>.
- Boediono. (1994). *Ekonomi moneter*. Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi No. 2. BPFE.
- Cahyadin, M., & Ratwianingsih, L. (2020). External debt, exchange rate, and unemployment in selected ASEAN countries. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 21(1), 16-36. doi: 10.18196/jesp.21.1.5029.
- Daud, S. N. M. (2014). Assessing the role of external debt in economic growth of the ASEAN-4 countries: An empirical study. *International Journal of Management Studies*, 21(2), 49-62. doi: 10.32890/ijms.
- Dawood, M., Biqiong, Z., Nilofar, M., & Shah, A. (2020). The impact of short term and long term external debt on economic growth: Evidence from Asian developing countries. *International Journal of Management*, 11(10), 1440-1452. doi: 10.34218/IJM.11.10.2020.131.
- Ekananda, M. (2014). *Ekonomi internasional*. Erlangga.
- Fadillah, A. N. D. N., & Sutjipto, H. (2018). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi utang luar negeri Indonesia. *Jurnal Ekonomi-Qu*, 8(2), 212-226. doi: 10.35448/jequ.v8i2.4449.
- Gylfason, T. (1990). *Inflation, growth and external debt: A view of the landscape* (No. 375). CEPR Discussion Papers.
- Gujarati, D. (2003). *Ekonometrik dasar*. Alihbahasa: S. Zain. Erlangga.
- Hismendi, H., Masbar, R., Nazamuddin, N., Majid, M. S. A., & Suriani, S. (2021). Sectoral stock markets and economic growth nexus : Empirical evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 11-19. doi:10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0011
- Ibrahim, S. (2019). Pengaruh nilai rupiah, inflasi dan pertumbuhan ekonomi terhadap utang luar negeri di Indonesia pada tahun 2000-2007. *Disertasi*. Universitas Muhammadiyah Malang.

- Malik, A., & Kurnia, D. (2017). Pengaruh utang luar negeri dan penanaman modal asing terhadap pertumbuhan ekonomi. *JAK (Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi)*, 3(2), 27-42. doi: 10.30656/jak.v4i1.216 .
- Mauliana, R., Jamal, A., & Suriani. (2020). Export analysis : Authority of inflation and exchange rate in ASEAN-8. *Economic Journal Trikonomika*, 19(2), 81–86. doi: 10.23969/trikononika.v19i2.1776.
- Mishkin, F. S. (2008). *Exchange rate pass-through and monetary policy* (No. w13889). National Bureau of Economic Research.
- Nopirin, N. (1996). Dampak terintegrasinya pasar uang dan modal terhadap industri perbankan Indonesia. *UNISIA Jurnal Ilmu-Ilmu Sosial*, 31(16), 42-46. doi: 10.20885/unisia.v0i31.5867 .
- Pedroni, P. (1995). Panel cointegration; asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the PPP hypothesis. *Economic Theory*, 20(3), 597-625.
- 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. doi: 10.1002/jae.616.
- Pham, T. A. T., Nguyen, T. T., Nasir, M. A., & Huynh, T. L. D. (2020). Exchange rate pass-through: A comparative analysis of inflation targeting & non-targeting ASEAN-5 countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. doi: 10.1016/j.qref.2020.07.010.
- Phykaf, S. (2016). Pengaruh kurs dan pengeluaran pemerintah terhadap utang luar negeri di Indonesia. *Disertasi*. Universitas Negeri Makassar.
- Ratag, M. C., Kalangi, J. B., & Mandeij, D. (2018). Analisis pengaruh produk domestik bruto, defisit anggaran, dan tingkat kurs terhadap utang luar negeri Indonesia (Periode tahun 1996-2016). *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 18(01), 69-78. Retrieved from <https://ejournal.unsrat.ac.id/index.php/jbie/article/view/19822>.
- Sari, E. D. K. (2015). Pengaruh defisit transaksi berjalan, kurs, dan inflasi terhadap utang luar negeri pemerintah sebelum dan sesudah krisis global 2008: Studi kasus Indonesia 2004-2012. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, UIN Syarif Hidayatullah.
- Sheng, X. S., & Sukaj, R. (2021). Identifying external debt shocks in low- and middle-income countries. *Journal of International Money and Finance*, 110(February). doi: 10.1016/j.jimonfin.2020.102283.
- Simorangkir, I. (2004). Sistem dan kebijakan nilai tukar. *Seri Kebanksentralan No. 12*. Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan.
- Syafi'i, I., Syakur, F. A., & Wibowo, M. G. (2021). Pengaruh utang luar negeri, inflasi, dan pendapatan negara terhadap pertumbuhan ekonomi: Studi di 6 negara Asean. *WELFARE Jurnal Ilmu Ekonomi*, 2(1), 36-43. doi: 10.37058/wlfr.v2i1.2672.
- Tafonao, N., & Arianti, F. (2016). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi utang luar negeri Indonesia. *Disertasi*. Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Thanh, S. D. (2015). Threshold effects of inflation on growth in the ASEAN-5 countries: A panel smooth transition regression approach. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 20(38), 41-48. doi: 10.1016/j.jefas.2015.01.003.
- Todaro, M. P. (2006). *Pembangunan ekonomi di dunia ketiga (Edisi 9)*. Alihbahasa: Drs. Haris Munandar. Erlangga.
- World Bank. (2021). *World Bank Open Data*. Retrieved in February 4, 2021, from <https://data.worldbank.org/>.
- Zahara, M., Suriani, S., & Gunawan, E. (2020). Causality of the Islamics stock market and the Indonesia-Malaysia macroeconomic variables. *East African Scholars Journal of Economics*,

Business and Management, 3(1), 14–24. doi: 10.36349/EASJEBM.2020.v03i01.03.

Widarjono, A. 2009. *Ekonometrika, Pengantar dan Aplikasinya (Edisi Ketiga)*. Ekonesia.

Zulfiningtyas, V. C., & Daryono, M. S. (2020). Analisis pengaruh PDB, belanja negara, defisit anggaran, dan inflasi terhadap utang luar negeri Indonesia. *Disertasi*. Universitas Muhammadiyah Surakarta.