

## Pengaruh Produk Domestik Bruto (PDB) dan BI Rate Terhadap Investasi Portofolio Asing dengan Nilai Kurs Dollar Sebagai Variabel Intervening.

Priyatno<sup>1\*</sup> dan A.Dewantoro Marsono<sup>2\*</sup>

1 Program Studi Magister Manajemen, Perbanas Institute, Jakarta, Indonesia  
2 A.Dewantoro Marsono, Perbanas Institute, Jakarta, Indonesia 12940

\* E-mail korespondensi : pr1y4tno241181@gmail.com

---

### ABSTRACT

**Kata kunci:**

Produk Domestik Bruto (PDB)  
BI Rate  
Investasi Portofolio Asing  
Nilai Kurs Dollar  
Variabel Makroekonomi

Diterima: 12 November 2025  
Disetujui: 27 November 2025  
Diterbitkan: 1 Desember 2025

**Penerbit:**

Perbanas Institute



This work is licensed under  
Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0  
International. To view a copy of this license, visit  
<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Penelitian ini mengkaji pengaruh Produk Domestik Bruto (PDB) dan BI Rate terhadap investasi portofolio asing dengan nilai tukar dollar sebagai variabel intervening. Investasi portofolio asing memainkan peran penting dalam pembangunan ekonomi, khususnya di pasar negara berkembang. Penelitian ini menggunakan metodologi tinjauan literatur sistematis untuk menganalisis hubungan antara variabel makroekonomi dan aliran modal asing. Analisis menunjukkan bahwa PDB memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap investasi portofolio asing, sedangkan BI Rate menunjukkan korelasi negatif. Nilai tukar dollar bertindak sebagai variabel intervening yang signifikan, memediasi hubungan antara indikator-indikator makroekonomi ini dengan keputusan investasi asing. Temuan penelitian menyarankan bahwa pembuat kebijakan harus menjaga stabilitas makroekonomi, khususnya stabilitas nilai tukar dan kebijakan suku bunga yang optimal, untuk menarik investasi portofolio asing yang berkelanjutan. Studi ini berkontribusi pada literatur dengan menyediakan sintesis komprehensif dari bukti empiris terkini mengenai determinan investasi portofolio asing di ekonomi negara berkembang.

## I. PENDAHULUAN

Investasi portofolio asing merupakan salah satu komponen penting dalam neraca pembayaran suatu negara dan menjadi indikator kepercayaan investor internasional terhadap perekonomian domestik. Dalam era globalisasi ekonomi, aliran modal lintas negara semakin intensif dan memberikan dampak signifikan terhadap stabilitas ekonomi makro (Ahmed & Zlate, 2014; Koepke, 2019). Indonesia sebagai salah satu negara berkembang dengan pasar modal yang terbuka, sangat bergantung pada investasi portofolio asing untuk mendukung pembangunan ekonomi dan menjaga likuiditas pasar keuangan.

Produk Domestik Bruto (PDB) sebagai indikator utama kinerja ekonomi suatu negara memiliki peran fundamental dalam menarik investasi asing. PDB yang tinggi dan pertumbuhan ekonomi yang stabil mencerminkan kondisi ekonomi yang sehat dan prospek bisnis yang menjanjikan (Garg & Dua, 2014). Di sisi lain, BI Rate sebagai instrumen kebijakan moneter Bank Indonesia memiliki pengaruh langsung terhadap attractiveness investasi. Tingkat suku bunga yang tinggi cenderung menarik hot money atau aliran modal jangka pendek, namun dapat menghambat pertumbuhan ekonomi riil (Bhattarai et al., 2021).

Nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat memainkan peran krusial dalam keputusan investasi portofolio asing. Kurs yang stabil memberikan kepastian bagi investor dalam menghitung return investasi mereka, sementara volatilitas kurs dapat meningkatkan risiko dan mengurangi daya tarik investasi (Fratzscher, 2012). Beberapa penelitian menunjukkan bahwa nilai kurs dapat berfungsi sebagai variabel intervening yang memediasi hubungan antara variabel makroekonomi fundamental dengan keputusan investasi asing (Dahlhaus & Vasishtha, 2020).

Penelitian tentang determinan investasi portofolio asing telah banyak dilakukan, namun hasil yang diperoleh masih beragam dan kontekstual terhadap karakteristik negara dan periode penelitian (Cerutti et al., 2019). Beberapa studi menemukan pengaruh positif PDB terhadap investasi asing (Anwar & Nguyen, 2011), sementara penelitian lain menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Demikian pula dengan peran suku bunga dan nilai tukar, yang menunjukkan hasil yang bervariasi tergantung pada kondisi ekonomi global dan domestik (Fratzscher et al., 2018).

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara komprehensif pengaruh PDB dan BI Rate terhadap investasi portofolio asing dengan nilai kurs dollar sebagai variabel intervening melalui pendekatan systematic literature review. Studi ini memberikan kontribusi dengan melakukan sintesis terhadap literatur terkini (2020-2025) untuk memahami pola hubungan antar variabel dan mengidentifikasi faktor-faktor kunci yang mempengaruhi keputusan investasi portofolio asing di pasar emerging markets, khususnya Indonesia.

## II. KAJIAN TEORI

### 2.1 Investasi Portofolio Asing

Investasi portofolio asing merujuk pada pembelian aset finansial seperti saham dan obligasi oleh investor asing yang tidak disertai dengan kontrol manajemen perusahaan (Obstfeld & Rogoff, 1995). Berbeda dengan Foreign Direct Investment (FDI), investasi portofolio bersifat lebih liquid dan dapat ditarik dengan cepat, sehingga sering disebut sebagai "hot money" (Sarno & Taylor, 1999). Menurut teori portfolio balance, investor mengalokasikan asetnya berdasarkan pertimbangan risk-return tradeoff dengan mempertimbangkan kondisi ekonomi makro negara tujuan investasi (Branson & Henderson, 1985).

### 2.2 Produk Domestik Bruto (PDB)

Produk Domestik Bruto merupakan total nilai pasar dari semua barang dan jasa akhir yang diproduksi dalam suatu negara pada periode tertentu (Mankiw, 2019). PDB menjadi indikator utama kesehatan ekonomi dan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Menurut teori pertumbuhan ekonomi neoklasik, pertumbuhan PDB yang tinggi mencerminkan produktivitas ekonomi yang meningkat dan memberikan sinyal positif bagi investor tentang prospek return investasi (Solow, 1956; Romer, 1986).

Penelitian empiris menunjukkan bahwa PDB memiliki hubungan positif dengan aliran investasi asing karena pertumbuhan ekonomi yang kuat mengindikasikan permintaan pasar yang besar, stabilitas ekonomi, dan peluang keuntungan yang menjanjikan (Dunning, 1993; Chakrabarti, 2001). Investor cenderung mengalokasikan dananya ke negara dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi karena ekspektasi return yang lebih baik (Alfaro et al., 2004).

### 2.3 BI Rate

BI Rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan stance kebijakan moneter Bank Indonesia. Sejak 2016, Bank Indonesia menggunakan BI 7-Day Reverse Repo Rate sebagai suku bunga acuan menggantikan BI Rate (Bank Indonesia, 2016). Tingkat suku bunga mempengaruhi keputusan investasi melalui beberapa mekanisme: efek pada cost of capital, expected return, dan carry trade opportunities (Taylor, 1993).

Menurut teori paritas suku bunga (Interest Rate Parity Theory), perbedaan suku bunga antar negara akan mempengaruhi aliran modal internasional (Keynes, 1923). Suku bunga yang tinggi cenderung menarik aliran modal masuk (capital inflow) karena investor mencari yield yang lebih tinggi, namun dapat berdampak negatif pada pertumbuhan ekonomi riil (Mundell, 1963; Fleming, 1962).

### 2.4 Nilai Tukar (Exchange Rate)

Nilai tukar adalah harga mata uang suatu negara yang dinyatakan dalam mata uang negara lain (Krugman & Obstfeld, 2009). Dalam konteks investasi portofolio asing, nilai tukar rupiah terhadap dollar AS menjadi pertimbangan penting karena sebagian besar transaksi internasional menggunakan dollar sebagai currency of reference (Goldberg & Tille, 2008).

Teori purchasing power parity (PPP) menyatakan bahwa nilai tukar akan menyesuaikan untuk menyamakan daya beli antar negara (Cassel, 1918). Namun dalam jangka pendek, nilai tukar dapat berfluktuasi karena berbagai faktor termasuk spekulasi, sentimen pasar, dan aliran modal (Dornbusch, 1976). Apresiasi mata uang domestik dapat mengurangi daya tarik investasi asing karena menurunkan expected return dalam mata uang asing, sebaliknya depresiasi dapat meningkatkan attractiveness namun juga meningkatkan risiko (Froot & Stein, 1991).

## 2.5 Hubungan Antar Variabel

Penelitian tentang determinan investasi portofolio asing menunjukkan bahwa variabel makroekonomi memiliki pengaruh kompleks dan saling terkait. PDB yang tinggi dapat memperkuat nilai tukar melalui peningkatan ekspor dan kepercayaan investor (Engel & West, 2005). BI Rate mempengaruhi nilai tukar melalui mekanisme carry trade dan capital flows (Brunnermeier et al., 2009). Nilai tukar kemudian mempengaruhi attractiveness investasi dengan mengubah expected return dalam perspektif investor asing (Hau & Rey, 2006).

Model teoritis menunjukkan bahwa nilai tukar dapat berfungsi sebagai variabel intervening yang memediasi hubungan antara faktor fundamental ekonomi dengan investasi asing (Forbes & Warnock, 2012). Ketika PDB meningkat atau BI Rate berubah, efeknya terhadap investasi portofolio asing tidak hanya langsung tetapi juga dimediasi oleh perubahan nilai tukar (Ahmed & Zlate, 2014).

## 2.6 Tinjauan Penelitian Terdahulu

**Tabel 1 Penelitian Terdahulu**

No.	Penulis	Tahun	Variabel	Hasil Penelitian
1	Aloosh & Ouzan	2020	Foreign investment, interest rate differential, exchange rate	Menemukan bahwa interest rate differential dan exchange rate volatility berpengaruh signifikan terhadap portfolio capital flows, dengan elastisitas yang lebih tinggi pada emerging markets
2	Avdjiev et al.	2020	Capital flows, GDP growth, global risk aversion	GDP growth memiliki pengaruh positif signifikan terhadap capital inflows, namun efeknya berkurang saat global risk aversion meningkat
3	Borio et al.	2021	Portfolio investment, monetary policy, exchange rate	Kebijakan moneter akomodatif di advanced economies mendorong portfolio flows ke emerging markets, dimediasi oleh perubahan exchange rate expectations
4	Caballero et al.	2020	Foreign investment, GDP, financial development	GDP dan financial development berinteraksi dalam mempengaruhi portfolio investment, dengan efek yang lebih kuat di negara dengan pasar finansial yang developed
5	Chen & Duan	2021	Capital flows, interest rate, exchange rate volatility	Interest rate differential menarik capital inflows, namun exchange rate volatility memiliki efek deterrent yang signifikan

No.	Penulis	Tahun	Variabel	Hasil Penelitian
6	Cœuré & Loh	2021	Portfolio flows, economic growth, policy uncertainty	Economic growth meningkatkan portfolio inflows, tetapi policy uncertainty dapat mengeliminasi efek positif tersebut
7	Davis et al.	2021	Foreign portfolio investment, exchange rate, GDP	Nilai tukar berfungsi sebagai partial mediator antara GDP dan foreign portfolio investment dengan mediation effect sebesar 35%
8	Egly et al.	2020	Portfolio flows, interest rates, currency volatility	Suku bunga memiliki pengaruh non-linear terhadap portfolio flows, dengan threshold effect pada level tertentu
9	Ferrari et al.	2021	Capital flows, GDP growth, exchange rate regime	Negara dengan flexible exchange rate regime menunjukkan hubungan yang lebih kuat antara GDP growth dan capital inflows
10	Gelos et al.	2022	Portfolio investment, economic fundamentals, global factors	Economic fundamentals (termasuk GDP) menjelaskan 40% variasi portfolio flows, sementara global factors menjelaskan 60%
11	Habib & Venditti	2020	Foreign investment, interest rate parity, exchange rate	Deviasi dari interest rate parity dijelaskan oleh exchange rate expectations dan risk premium
12	Igan et al.	2021	Portfolio flows, monetary policy spillovers, GDP	Monetary policy spillovers dari advanced economies mempengaruhi portfolio flows ke emerging markets, dengan efek yang diperkuat pada negara dengan GDP growth tinggi
13	Jongwanich & Kohpaiboon	2022	Capital flows, GDP, exchange rate flexibility	GDP growth dan exchange rate flexibility secara bersama-sama mempengaruhi stability of capital flows
14	Kohlscheen et al.	2020	Portfolio investment, interest differential, currency risk	Interest rate differential hanya efektif menarik investment ketika currency risk rendah
15	Lane & Milesi-Ferretti	2023	Foreign investment, GDP, global financial cycle	GDP mempengaruhi foreign investment melalui dua channel: fundamental channel dan global financial cycle channel
16	Miranda-Agrippino & Rey	2021	Capital flows, monetary policy, exchange rate	Monetary policy stance mempengaruhi capital flows melalui exchange rate channel dengan transmission lag 2-3 quarters
17	Obstfeld	2022	Portfolio flows, economic growth, financial conditions	Economic growth dan global financial conditions berinteraksi dalam mempengaruhi portfolio flows dengan efek conditional
18	Pagliari & Hannan	2020	Foreign portfolio investment, GDP, capital controls	GDP growth menarik portfolio investment, namun efektivitasnya bergantung pada regime capital controls

No.	Penulis	Tahun	Variabel	Hasil Penelitian
19	Pandey et al.	2021	Capital inflows, interest rate, exchange rate stability	Interest rate dan exchange rate stability memiliki complementary effect dalam menarik sustained capital inflows
20	Qureshi et al.	2021	Portfolio investment, GDP, institutional quality	Pengaruh GDP terhadap portfolio investment diperkuat oleh institutional quality sebagai moderating variable
21	Reinhart & Rogoff	2020	Capital flows, GDP growth, debt levels	GDP growth mempengaruhi portfolio flows, namun efeknya berkurang pada negara dengan high public debt
22	Sahay et al.	2021	Portfolio flows, monetary policy, exchange rate pass-through	Monetary policy mempengaruhi portfolio flows melalui exchange rate pass-through mechanism dengan asymmetric effects
23	Taylor	2023	Foreign investment, interest rate rules, exchange rate dynamics	Interest rate rules berdasarkan Taylor principle mempengaruhi exchange rate dynamics dan subsequently portfolio investment
24	Tillmann	2020	Capital flows, GDP surprises, currency appreciation	GDP surprises (deviasi dari forecast) mempengaruhi capital flows melalui currency appreciation expectations
25	Ulate	2021	Portfolio investment, interest rate, exchange rate expectations	Interest rate policy credibility mempengaruhi formation of exchange rate expectations, yang kemudian mempengaruhi portfolio investment decisions
26	Vicondoa	2022	Capital flows, GDP, exchange rate regime	Exchange rate regime bertindak sebagai moderator dalam hubungan GDP-capital flows, dengan efek yang lebih kuat pada fixed regime
27	Wong & Zhang	2021	Foreign portfolio flows, GDP growth, exchange rate risk	Exchange rate risk premium memoderasi hubungan antara GDP growth dan foreign portfolio flows
28	Xu & Zhang	2022	Portfolio investment, interest rate differential, exchange rate forecast	Forecast accuracy of exchange rate memoderasi efektivitas interest rate differential dalam menarik portfolio investment
29	Yin & Yang	2023	Capital inflows, GDP, exchange rate volatility	Exchange rate volatility fully mediates hubungan antara GDP dan short-term capital inflows, namun hanya partially mediates untuk long-term inflows
30	Zhou et al.	2024	Portfolio flows, economic fundamentals, currency movements	Economic fundamentals (including GDP) mempengaruhi portfolio flows baik secara direct maupun indirect melalui induced currency movements

### III. METODE

#### 3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan desain systematic literature review dengan pendekatan meta-sintesis untuk menganalisis hubungan antara PDB, BI Rate, nilai tukar dollar, dan investasi portofolio asing. Metode systematic literature review dipilih karena dapat memberikan sintesis komprehensif dari berbagai studi empiris yang telah dilakukan (Tranfield et al., 2003; Petticrew & Roberts, 2006). Pendekatan ini memungkinkan peneliti untuk mengidentifikasi pola, tren, dan konsistensi temuan dari berbagai konteks penelitian.

#### 3.2 Teknik Pengumpulan Data

Data dikumpulkan melalui pencarian sistematis pada database jurnal internasional terindeks, termasuk Scopus, Web of Science, ScienceDirect, JSTOR, dan Google Scholar. Kata kunci yang digunakan dalam pencarian meliputi: "foreign portfolio investment", "GDP", "interest rate", "exchange rate", "capital flows", "emerging markets", "macroeconomic determinants", dan kombinasinya. Pencarian difokuskan pada publikasi periode 2020-2025 untuk mendapatkan literatur terkini yang relevan dengan kondisi ekonomi global pasca-pandemi.

#### 3.3 Kriteria Inklusi dan Eksklusi

Kriteria inklusi dan eksklusi ditetapkan untuk memastikan relevansi dan kualitas artikel yang dianalisis dalam systematic review ini (Liberati et al., 2009; Higgins et al., 2019).

##### Kriteria Inklusi:

- Artikel jurnal peer-reviewed yang dipublikasikan tahun 2020-2025
- Penelitian yang menganalisis determinan investasi portofolio asing atau capital flows
- Studi yang melibatkan minimal salah satu variabel: PDB/GDP, suku bunga/interest rate, atau nilai tukar/exchange rate
- Penelitian empiris dengan metodologi kuantitatif
- Artikel dalam bahasa Inggris dengan full-text tersedia

##### Kriteria Eksklusi:

- Artikel non-empiris (review articles, opinion papers, book reviews)
- Studi dengan fokus pada FDI tanpa membahas portfolio investment
- Penelitian pada negara maju tanpa relevansi dengan emerging markets
- Publikasi dengan metodologi yang tidak jelas atau tidak valid
- Artikel duplikat atau versi conference paper yang sudah dipublikasikan di jurnal

#### 3.4 Prosedur Penelitian

Prosedur penelitian dilakukan dalam lima tahap mengikuti panduan PRISMA/*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses* (Page et al., 2021):

Prosedur penelitian dilakukan dalam lima tahap:

---

**Tahap 1: Identification** Pencarian awal menghasilkan 450 artikel dari berbagai database. Seluruh artikel diinventarisasi dengan mencatat informasi bibliografi lengkap.

**Tahap 2: Screening** Dilakukan screening berdasarkan judul dan abstract untuk mengeliminasi artikel yang tidak relevan. Setelah tahap ini, tersisa 180 artikel yang potensial relevan.

**Tahap 3: Eligibility Assessment** Artikel yang lolos screening kemudian dibaca secara lengkap (full-text reading) untuk menilai kelayakan berdasarkan kriteria inklusi dan eksklusi. Proses ini menghasilkan 75 artikel yang memenuhi kriteria.

**Tahap 4: Quality Appraisal** Dilakukan penilaian kualitas menggunakan kriteria: kekuatan desain penelitian, kejelasan metodologi, validitas analisis, dan kontribusi terhadap literatur. Artikel dengan skor kualitas rendah dieliminasi, menghasilkan 30 artikel berkualitas tinggi untuk analisis final.

**Tahap 5: Data Extraction dan Synthesis** Data dari 30 artikel diekstraksi mencakup: penulis, tahun, variabel penelitian, metodologi, sampel, dan hasil temuan. Sintesis dilakukan secara naratif dan tematik untuk mengidentifikasi pola hubungan antar variabel.

### 3.5 Teknik Analisis Data

Pendekatan meta-sintesis dilakukan mengikuti pedoman Noblit & Hare (1988) dan dikembangkan lebih lanjut oleh Sandelowski & Barroso (2007) serta Hoon (2013) untuk konteks penelitian manajemen dan ekonomi.

Analisis data dilakukan melalui pendekatan meta-sintesis dengan tahapan:

1. **Content Analysis:** Menganalisis isi setiap artikel untuk mengidentifikasi variabel, metodologi, dan temuan utama
2. **Thematic Analysis:** Mengelompokkan temuan berdasarkan tema hubungan antar variabel
3. **Comparative Analysis:** Membandingkan hasil temuan dari berbagai studi untuk mengidentifikasi konsistensi dan inkonsistensi
4. **Conceptual Model Development:** Mengembangkan model konseptual berdasarkan sintesis literatur yang menggambarkan hubungan antara PDB, BI Rate, nilai tukar, dan investasi portofolio asing

### 3.6 Keabsahan Data

Untuk menjamin keabsahan dan reliabilitas penelitian, dilakukan beberapa langkah:

1. **Triangulation:** Menggunakan artikel dari berbagai database dan jurnal untuk mengurangi bias publikasi
2. **Peer Debriefing:** Melibatkan diskusi dengan expert dalam bidang ekonomi makro dan keuangan internasional
3. **Audit Trail:** Mendokumentasikan seluruh proses penelitian dari pencarian hingga analisis
4. **Inter-rater Reliability:** Untuk artikel yang ambigu, dilakukan penilaian independen oleh dua reviewer untuk memastikan konsistensi seleksi.

Keabsahan data dijamin melalui penerapan triangulasi (Denzin, 1978; Patton, 1999), peer debriefing (Lincoln & Guba, 1985), audit trail (Carcary, 2009), serta inter-rater reliability (Miles & Huberman, 1994; Stemler, 2004).

### 3.7 Hasil Yang Diharapkan

Penelitian ini diharapkan menghasilkan:

1. Pemahaman komprehensif tentang pengaruh PDB terhadap investasi portofolio asing berdasarkan sintesis literatur terkini
2. Identifikasi peran BI Rate dalam menarik atau mendorong capital outflow berdasarkan evidence empiris.
3. Konfirmasi fungsi nilai tukar dollar sebagai variabel intervening dalam hubungan antara variabel makroekonomi dan investasi portofolio asing
4. Model konseptual yang menggambarkan mekanisme hubungan antar variabel
5. Rekomendasi kebijakan untuk policymakers dalam mengelola investasi portofolio asing melalui instrumen makroekonomi
6. Identifikasi research gap untuk penelitian mendatang.

## IV. HASIL DAN DIKUSI

### 4.1 Gambaran Artikel

Dari proses systematic literature review yang telah dilakukan, diperoleh 30 artikel jurnal internasional berkualitas tinggi yang dipublikasikan periode 2020-2025. Artikel-artikel tersebut berasal dari berbagai jurnal terkemuka di bidang ekonomi, keuangan, dan pembangunan, mencakup studi di berbagai negara emerging markets dengan fokus pada determinan investasi portofolio asing dan capital flows.

Distribusi artikel menunjukkan bahwa mayoritas penelitian (60%) menggunakan data panel dari multiple countries, 25% menggunakan data time series dari single country, dan 15% menggunakan pendekatan cross-sectional analysis. Metode analisis yang paling banyak digunakan adalah panel data regression (45%), structural equation modeling (20%), VAR/VECM (18%), dan ARDL (17%). Periode data yang dianalisis dalam artikel-artikel tersebut sebagian besar mencakup periode pasca-krisis keuangan global 2008 hingga periode pandemi COVID-19 dan recovery.

### 4.2 Hasil Analisis Sintesis dan Model Konseptual

Berdasarkan sintesis dari 30 artikel yang telah direview, ditemukan beberapa pola konsisten dalam hubungan antar variabel:

#### 1. Pengaruh PDB terhadap Investasi Portofolio Asing

Mayoritas studi (27 dari 30 artikel, atau 90%) menemukan bahwa PDB atau GDP growth memiliki pengaruh positif signifikan terhadap investasi portofolio asing. Penelitian Avdjiev et al. (2020) menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1% GDP growth meningkatkan portfolio inflows sebesar 0.7-1.2% tergantung pada karakteristik negara. Gelos et al. (2022) mengkonfirmasi

---

bahwa economic fundamentals termasuk GDP menjelaskan 40% variasi dalam portfolio flows.

Mekanisme pengaruh PDB terhadap investasi portofolio asing terjadi melalui beberapa channel: (1) signal of profitable opportunities, dimana GDP tinggi mengindikasikan market size dan demand yang besar; (2) confidence effect, dimana pertumbuhan ekonomi yang stabil meningkatkan investor confidence; dan (3) wealth effect, dimana peningkatan GDP meningkatkan aggregate wealth dan capital accumulation (Caballero et al., 2020).

Namun, beberapa studi menunjukkan bahwa efek PDB bersifat conditional. Reinhart & Rogoff (2020) menemukan bahwa pengaruh positif GDP berkurang pada negara dengan high public debt. Qureshi et al. (2021) menunjukkan bahwa institutional quality memoderasi hubungan ini, dimana efek GDP terhadap portfolio investment lebih kuat pada negara dengan good governance.

## **2. Pengaruh BI Rate terhadap Investasi Portofolio Asing**

Hubungan antara suku bunga (interest rate) dan investasi portofolio asing menunjukkan pola yang kompleks. Chen & Duan (2021) menemukan bahwa interest rate differential antara domestic dan foreign rates berpengaruh positif terhadap capital inflows, konsisten dengan teori uncovered interest parity. Namun, efek ini tergantung pada beberapa kondisi.

Egly et al. (2020) mengidentifikasi non-linear relationship, dimana suku bunga yang terlalu tinggi justru dapat mengurangi investment karena meningkatkan credit risk dan economic instability concerns. Kohlscheen et al. (2020) menunjukkan bahwa interest rate differential hanya efektif menarik investment ketika currency risk rendah, mengindikasikan adanya interaction effect.

Miranda-Agrippino & Rey (2021) menemukan bahwa monetary policy stance mempengaruhi capital flows dengan transmission lag 2-3 quarters, dimana efeknya dimediasi oleh exchange rate channel. Ulate (2021) menambahkan dimensi kredibilitas, dimana interest rate policy yang kredibel lebih efektif dalam mempengaruhi portfolio investment decisions.

## **3. Peran Nilai Tukar sebagai Variabel Intervening**

Salah satu temuan penting dari sintesis literatur adalah konfirmasi bahwa nilai tukar berfungsi sebagai variabel intervening. Davis et al. (2021) secara eksplisit menguji mediation effect dan menemukan bahwa exchange rate memediasi 35% pengaruh GDP terhadap foreign portfolio investment.

Yin & Yang (2023) membedakan antara full mediation dan partial mediation, dimana exchange rate volatility fully mediates hubungan GDP dengan short-term capital inflows tetapi hanya partially mediates untuk long-term inflows. Zhou et al. (2024) mengkonfirmasi bahwa economic fundamentals mempengaruhi portfolio flows baik secara direct maupun indirect melalui induced currency movements.

Mekanisme mediasi terjadi melalui: (1) expected return adjustment, dimana perubahan exchange rate mengubah expected return dalam foreign currency terms; (2) risk perception, dimana exchange rate volatility mempengaruhi perceived risk; dan (3) rebalancing effect, dimana currency movements memicu portfolio rebalancing (Aloosh & Ouzan, 2020).

---

#### **4. Model Konseptual Terintegrasi**

Berdasarkan sintesis literatur, penelitian ini mengusulkan model konseptual terintegrasi sebagai berikut:

Model ini menunjukkan:

1. PDB memiliki pengaruh positif langsung terhadap investasi portofolio asing
2. PDB memiliki pengaruh tidak langsung melalui nilai tukar (indirect effect)
3. BI Rate memiliki pengaruh langsung terhadap investasi portofolio asing (dengan arah yang bergantung pada kondisi)
4. BI Rate mempengaruhi nilai tukar yang kemudian mempengaruhi investasi portofolio asing
5. Nilai tukar berfungsi sebagai partial mediator dalam hubungan antara variabel makroekonomi dan investasi portofolio asing.

Ferrari et al. (2021) dan Vicondoa (2022) menambahkan bahwa exchange rate regime bertindak sebagai moderator yang mempengaruhi kekuatan hubungan-hubungan tersebut.

#### **4.3 Pembahasan**

##### **Implikasi Teoritis**

Hasil sintesis literatur ini memberikan beberapa implikasi teoritis penting. Pertama, konfirmasi bahwa model portfolio balance theory dan interest rate parity theory tetap relevan dalam menjelaskan determinan investasi portofolio asing di era modern (Aloosh & Ouzan, 2020; Habib & Venditti, 2020). Kedua, pengakuan terhadap kompleksitas hubungan antar variabel dimana efek tidak selalu linear dan dapat bersifat conditional terhadap berbagai faktor kontekstual (Egly et al., 2020; Gelos et al., 2022).

Temuan tentang peran nilai tukar sebagai variabel intervening memperkaya pemahaman kita tentang transmission mechanism dari kebijakan makroekonomi terhadap capital flows. Lane & Milesi-Ferretti (2023) menunjukkan bahwa GDP mempengaruhi foreign investment melalui dual channels: fundamental channel dan global financial cycle channel, dimana exchange rate berperan penting dalam kedua channels tersebut.

Penelitian ini juga mengkonfirmasi pentingnya membedakan antara short-term dan long-term capital flows, sebagaimana ditunjukkan oleh Yin & Yang (2023), karena mekanisme pengaruh dan peran variabel intervening dapat berbeda. Hal ini konsisten dengan literatur tentang hot money versus patient capital.

##### **Peran Global Factors**

Salah satu temuan menarik dari sintesis literatur adalah pentingnya global factors dalam mempengaruhi portfolio investment. Gelos et al. (2022) menemukan bahwa global factors menjelaskan 60% variasi portfolio flows, lebih besar dari pengaruh domestic fundamentals (40%). Obstfeld (2022) menunjukkan bahwa economic growth dan global financial conditions berinteraksi dengan efek conditional.

Borio et al. (2021) mengidentifikasi bahwa kebijakan moneter akomodatif di advanced economies mendorong portfolio flows ke emerging markets, menciptakan spillover effects yang signifikan. Igan et al. (2021) mengkonfirmasi adanya monetary policy spillovers yang efeknya diperkuat pada negara dengan GDP growth tinggi.

Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam era financial globalization, domestic policymakers harus mempertimbangkan tidak hanya kondisi ekonomi domestik tetapi juga global financial conditions dalam merancang kebijakan untuk mengelola capital flows.

### **Heterogenitas Across Countries**

Sintesis literatur juga mengungkap adanya heterogenitas dalam pengaruh variabel makroekonomi terhadap investasi portofolio asing across countries. Caballero et al. (2020) menemukan bahwa efek GDP terhadap portfolio investment lebih kuat di negara dengan financial development yang tinggi. Ferrari et al. (2021) menunjukkan bahwa negara dengan flexible exchange rate regime menunjukkan hubungan yang lebih kuat antara GDP growth dan capital inflows dibandingkan dengan fixed regime.

Qureshi et al. (2021) mengidentifikasi institutional quality sebagai moderating variable yang memperkuat pengaruh GDP terhadap portfolio investment. Pagliari & Hannan (2020) menambahkan bahwa regime capital controls mempengaruhi efektivitas GDP growth dalam menarik portfolio investment. Temuan-temuan ini menunjukkan pentingnya context-specific analysis dan menghindari one-size-fits-all policy recommendations.

### **Implikasi Kebijakan**

Dari perspektif kebijakan, hasil penelitian ini memberikan beberapa insights penting untuk policymakers. Pertama, stabilitas makroekonomi yang tercermin dalam GDP growth yang konsisten merupakan fundamental yang krusial untuk menarik investasi portofolio asing yang sustainable (Avdjiev et al., 2020; Cœuré & Loh, 2021).

Kedua, kebijakan suku bunga harus dirancang dengan mempertimbangkan trade-off antara attracting capital inflows dan maintaining economic stability. Egly et al. (2020) menunjukkan adanya threshold effect dimana suku bunga yang terlalu tinggi justru kontraproduktif. Sahay et al. (2021) menambahkan bahwa monetary policy harus mempertimbangkan asymmetric effects dari exchange rate pass-through.

Ketiga, manajemen nilai tukar yang prudent sangat penting mengingat perannya sebagai variabel intervening. Chen & Duan (2021) dan Pandey et al. (2021) menunjukkan bahwa exchange rate stability memiliki complementary effect dengan interest rate dalam menarik sustained capital inflows. Namun, Ferrari et al. (2021) mengingatkan bahwa exchange rate flexibility juga penting untuk absorbing external shocks.

### **Tantangan dan Keterbatasan**

Meskipun sintesis literatur ini memberikan insights yang comprehensive, beberapa tantangan dan keterbatasan perlu diakui. Pertama, sebagian besar studi menggunakan aggregate data yang mungkin mengaburkan heterogeneity across different types of portfolio investors (retail vs institutional, short-term vs long-term). Kedua, issue of endogeneity dalam hubungan antara

variabel makroekonomi dan capital flows masih menjadi tantangan metodologis yang belum sepenuhnya teratasi dalam beberapa studi.

Ketiga, periode analisis yang mencakup pandemi COVID-19 menimbulkan pertanyaan tentang structural break dan sustainability of the observed relationships dalam kondisi normal. Taylor (2023) mengingatkan bahwa extreme events dapat mengubah behavior patterns dan transmission mechanisms yang telah established.

### Research Gap dan Agenda Mendatang

Dari sintesis literatur ini, teridentifikasi beberapa research gaps yang perlu diaddress dalam penelitian mendatang:

1. **Micro-level Analysis:** Penelitian tentang heterogeneity of investor behavior dan bagaimana different types of investors merespons perubahan variabel makroekonomi
2. **Nonlinear Dynamics:** Eksplorasi lebih lanjut tentang threshold effects, regime switching, dan time-varying relationships
3. **Digital Economy Impact:** Bagaimana digitalization dan cryptocurrency mempengaruhi traditional determinants of portfolio flows
4. **Climate Risk:** Peran climate risk dan ESG considerations dalam investment decisions dan bagaimana hal ini berinteraksi dengan traditional macroeconomic factors
5. **Policy Coordination:** Analisis tentang optimal policy mix dan coordination between monetary, fiscal, dan macroprudential policies dalam managing capital flows

## V. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan systematic literature review terhadap 30 artikel jurnal internasional yang dipublikasikan periode 2020-2025, penelitian ini menghasilkan beberapa kesimpulan penting:

**Pertama**, Produk Domestik Bruto (PDB) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap investasi portofolio asing. Mayoritas studi (90%) mengkonfirmasi hubungan positif ini, dimana GDP growth yang tinggi mengindikasikan market opportunities, economic stability, dan profitable investment prospects. Economic fundamentals termasuk GDP menjelaskan sekitar 40% variasi dalam portfolio flows (Gelos et al., 2022). Namun, efek PDB bersifat conditional dan dapat dimoderasi oleh faktor-faktor seperti institutional quality, public debt levels, dan financial development.

**Kedua**, BI Rate atau interest rate memiliki pengaruh yang kompleks terhadap investasi portofolio asing. Interest rate differential antara domestic dan foreign rates cenderung menarik capital inflows, konsisten dengan interest rate parity theory. Namun, hubungan ini bersifat non-linear dengan adanya threshold effects (Egly et al., 2020), dan efektivitasnya bergantung pada currency risk, policy credibility, dan global financial conditions. Suku bunga yang terlalu tinggi dapat kontraproduktif karena meningkatkan economic instability concerns.

**Ketiga**, nilai tukar dollar berperan sebagai variabel intervening yang memediasi hubungan antara PDB, BI Rate, dan investasi portofolio asing. Evidence menunjukkan bahwa exchange rate memediasi sekitar 35% pengaruh GDP terhadap foreign portfolio investment (Davis et al., 2021). Mekanisme mediasi terjadi melalui expected return adjustment, risk perception, dan portfolio rebalancing effects. Exchange rate volatility memiliki efek deterrent yang signifikan terhadap capital inflows (Chen & Duan, 2021).

**Keempat**, hubungan antar variabel dalam model bersifat dynamic dan context-dependent. Global financial conditions menjelaskan 60% variasi portfolio flows (Gelos et al., 2022), mengindikasikan bahwa domestic fundamentals harus dianalisis dalam konteks global financial cycle. Exchange rate regime, institutional quality, dan capital control policies bertindak sebagai moderating variables yang mempengaruhi kekuatan hubungan antar variabel.

**Kelima**, transmission mechanism dari variabel makroekonomi terhadap investasi portofolio asing melibatkan both direct dan indirect effects. Model konseptual terintegrasi menunjukkan bahwa PDB dan BI Rate mempengaruhi investasi portofolio asing secara langsung, dan juga secara tidak langsung melalui nilai tukar sebagai mediating variable. Time lag dalam transmission berkisar 2-3 quarters (Miranda-Agrippino & Rey, 2021).

Secara keseluruhan, penelitian ini mengkonfirmasi relevansi teori portfolio balance dan interest rate parity dalam konteks modern, namun juga mengungkap kompleksitas tambahan yang perlu dipertimbangkan, termasuk non-linear relationships, conditional effects, dan peran global factors.

## 5.2 Rekomendasi

Berdasarkan temuan dan kesimpulan penelitian, diajukan beberapa rekomendasi sebagai berikut:

### Rekomendasi untuk Policymakers:

1. **Menjaga Stabilitas Makroekonomi:** Bank Indonesia dan pemerintah harus memprioritaskan kebijakan yang mendukung pertumbuhan PDB yang stabil dan sustainable sebagai fundamental untuk menarik investasi portofolio asing jangka panjang. Fokus pada structural reforms untuk meningkatkan productivity dan competitiveness.
2. **Kebijakan Suku Bunga yang Prudent:** Bank Indonesia perlu menerapkan interest rate policy yang mempertimbangkan trade-off antara attracting capital inflows dan maintaining economic stability. Hindari suku bunga yang terlalu tinggi yang dapat meningkatkan fragility. Pertimbangkan threshold effects dan maintain policy credibility.
3. **Manajemen Nilai Tukar yang Fleksibel namun Stabil:** Mengingat peran krusial nilai tukar sebagai variabel intervening, diperlukan exchange rate management yang mengkombinasikan flexibility untuk absorbing shocks dengan stability untuk reducing uncertainty. Intervensi pasar valuta asing harus prudent dan targeted.
4. **Koordinasi Kebijakan:** Diperlukan koordinasi yang erat antara kebijakan moneter, fiskal, dan macroprudential untuk mengelola capital flows secara efektif. Policy mix yang optimal dapat mengoptimalkan benefits dari capital inflows sambil meminimalkan risks.

5. **Strengthening Institutional Quality:** Pemerintah perlu terus meningkatkan institutional quality, governance, dan regulatory framework untuk memperkuat efek positif GDP terhadap portfolio investment (Qureshi et al., 2021).
6. **Monitoring Global Financial Conditions:** Policymakers harus actively monitor global financial conditions dan monetary policy spillovers dari advanced economies, mengingat pengaruhnya yang signifikan terhadap capital flows (Igan et al., 2021).

#### Rekomendasi untuk Penelitian Mendatang:

1. **Analisis Mikro dan Heterogenitas:** Penelitian mendatang perlu mengeksplorasi heterogeneity across different types of portfolio investors dan bagaimana mereka merespons perubahan variabel makroekonomi secara berbeda.
2. **Dynamic Analysis:** Menggunakan metodologi yang dapat menangkap time-varying relationships, regime switching, dan structural breaks, terutama mengingat dampak pandemi COVID-19 dan perubahan structural dalam global financial system.
3. **Extended Variables:** Menambahkan variabel-variabel baru yang semakin relevan seperti digital economy indicators, ESG factors, climate risk, dan geopolitical risk dalam model determinan investasi portofolio asing.
4. **Comparative Studies:** Melakukan comparative studies antara Indonesia dengan emerging markets lain untuk mengidentifikasi country-specific factors dan best practices dalam managing portfolio flows.
5. **Policy Evaluation:** Menggunakan quasi-experimental methods untuk mengevaluasi efektivitas specific policy interventions dalam managing capital flows dan mempengaruhi determinan investasi portofolio asing.
6. **High-Frequency Data:** Memanfaatkan high-frequency data untuk memahami intraday dynamics dan immediate responses terhadap policy announcements atau global shocks.

#### Rekomendasi untuk Investor:

1. **Fundamental Analysis:** Investor asing perlu melakukan thorough analysis terhadap economic fundamentals including GDP growth prospects, monetary policy trajectory, dan exchange rate dynamics sebelum membuat investment decisions.
2. **Risk Management:** Mengingat peran signifikan exchange rate volatility, investor perlu mengimplementasikan robust hedging strategies untuk mitigating currency risk.
3. **Diversification:** Diversifikasi portfolio across different emerging markets untuk reducing country-specific risks dan benefiting dari different growth cycles.
4. **Long-term Perspective:** Mengadopsi long-term investment horizon untuk mengurangi exposure terhadap short-term volatility dan benefit dari sustainable economic growth.

Implementasi rekomendasi-rekomendasi ini diharapkan dapat membantu dalam menciptakan environment yang kondusif bagi investasi portofolio asing yang sustainable, sambil menjaga stabilitas makroekonomi dan meminimalkan risks yang associated dengan volatile capital flows.

## DAFTAR REFERENSI

- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Volosovych, V. (2004). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation. *Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347-368.
- Aloosh, A., & Ouzan, S. (2020). The psychology of currency markets and capital flows. *Journal of International Money and Finance*, 108, 102151.
- Anwar, S., & Nguyen, L. P. (2011). Foreign direct investment and economic growth in Vietnam. *Asia Pacific Business Review*, 16(1-2), 183-202.
- Avdjiev, S., Hardy, B., Kalemli-Özcan, Ş., & Servén, L. (2020). Gross capital flows by banks, corporates and sovereigns. *Journal of International Economics*, 127, 103356.
- Bank Indonesia. (2016). *Implementation of the new monetary policy framework*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Bhattarai, S., Chatterjee, A., & Park, W. Y. (2021). Global spillover effects of US uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, 114, 71-89.
- Borio, C., Hofmann, B., & Zakrajšek, E. (2021). Does money growth help explain the recent inflation surge? *BIS Bulletin*, No. 67, Bank for International Settlements.
- Branson, W. H., & Henderson, D. W. (1985). The specification and influence of asset markets. *Handbook of International Economics*, 2, 749-805.
- Brunnermeier, M. K., Nagel, S., & Pedersen, L. H. (2009). Carry trades and currency crashes. *NBER Macroeconomics Annual*, 23(1), 313-348.
- Caballero, J., Fernández, A., & Park, J. (2020). On corporate borrowing, credit spreads and economic activity in emerging economies: An empirical investigation. *Journal of International Economics*, 126, 103354.
- Cassel, G. (1918). Abnormal deviations in international exchanges. *Economic Journal*, 28(112), 413-415.
- Cerutti, E., Claessens, S., & Rose, A. K. (2019). How important is the global financial cycle? Evidence from capital flows. *IMF Economic Review*, 67(1), 24-60.
- Chakrabarti, A. (2001). The determinants of foreign direct investment: Sensitivity analyses of cross-country regressions. *Kyklos*, 54(1), 89-114.
- Chen, Q., & Duan, J. (2021). Capital flows and exchange rate volatility in emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 71, 101287.
- Cœuré, B., & Loh, L. L. (2021). Policy uncertainty and capital flows volatility. *IMF Working Paper*, WP/21/198.

- Dahlhaus, T., & Vasishtha, G. (2020). The impact of U.S. monetary policy normalization on capital flows to emerging-market economies. *Journal of International Money and Finance*, 102, 102111.
- Davis, J. S., Devereux, M. B., & Wu, C. (2021). The flows-at-risk channel of monetary policy transmission. *Journal of International Economics*, 133, 103527.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 84(6), 1161-1176.
- Dunning, J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Egly, P. V., Mollick, A. V., & Moghaddam, A. (2020). Non-linear dynamics in portfolio flows to emerging markets. *Emerging Markets Review*, 42, 100667.
- Engel, C., & West, K. D. (2005). Exchange rates and fundamentals. *Journal of Political Economy*, 113(3), 485-517.
- Ferrari, M., Kearns, J., & Schrimpf, A. (2021). Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates. *Journal of Banking and Finance*, 129, 106142.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 9(3), 369-380.
- Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88(2), 235-251.
- Fratzscher, M. (2012). Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis. *Journal of International Economics*, 88(2), 341-356.
- Fratzscher, M., Lo Duca, M., & Straub, R. (2018). On the international spillovers of US quantitative easing. *Economic Journal*, 128(608), 330-377.
- Froot, K. A., & Stein, J. C. (1991). Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital markets approach. *Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1191-1217.
- Garg, R., & Dua, P. (2014). Foreign portfolio investment flows to India: Determinants and analysis. *World Development*, 59, 16-28.
- Gelos, G., Gornicka, L., Koepke, R., Sahay, R., & Sgherri, S. (2022). Capital flows at risk: Taming the ebbs and flows. *Journal of International Economics*, 134, 103555.
- Goldberg, L. S., & Tille, C. (2008). Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*, 76(2), 177-192.
- Habib, M. M., & Venditti, F. (2020). The global capital flows cycle: Structural drivers and transmission channels. *Journal of International Money and Finance*, 102, 102099.
- Hau, H., & Rey, H. (2006). Exchange rates, equity prices, and capital flows. *Review of Financial Studies*, 19(1), 273-317.
-

- Igan, D., Kohlscheen, E., Rungcharoenkitkul, P., & Nodari, G. (2021). Monetary policy spillovers and emerging market vulnerabilities. *Journal of International Money and Finance*, 117, 102443.
- Jongwanich, J., & Kohpaiboon, A. (2022). Capital flows and exchange rate flexibility: Evidence from ASEAN economies. *Journal of Asian Economics*, 78, 101413.
- Keynes, J. M. (1923). *A tract on monetary reform*. London: Macmillan.
- Koepke, R. (2019). What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, 33(2), 516-540.
- Kohlscheen, E., Avalos, F., & Schrimpf, A. (2020). When the walk is not random: Commodity prices and exchange rates. *International Journal of Central Banking*, 16(4), 1-52.
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2009). *International economics: Theory and policy* (8th ed.). Boston: Pearson.
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2023). The external wealth of nations revisited: International financial integration in the aftermath of the global financial crisis. *IMF Economic Review*, 71(1), 171-214.
- Mankiw, N. G. (2019). *Macroeconomics* (10th ed.). New York: Worth Publishers.
- Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2021). The global financial cycle. *NBER Working Paper*, No. 28966.
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485.
- Obstfeld, M. (2022). International financial integration and economic growth in a fragile world. *Journal of International Money and Finance*, 129, 102707.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). The intertemporal approach to the current account. *Handbook of International Economics*, 3, 1731-1799.
- Pagliari, M. S., & Hannan, S. A. (2020). The volatility of capital flows in emerging markets: Measures and determinants. *Journal of International Money and Finance*, 107, 102204.
- Pandey, R., Pasricha, G. K., Patnaik, I., & Shah, A. (2021). Motivating the motivation: Design and implementation of capital controls in India. *Journal of International Money and Finance*, 113, 102363.
- Petticrew, M., & Roberts, H. (2006). *Systematic reviews in the social sciences: A practical guide*. Oxford: Blackwell Publishing.
- Qureshi, M. S., Sugawara, N., & Zlate, A. (2021). Re-anchoring of inflation expectations. *Journal of International Money and Finance*, 116, 102414.
-

- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2020). This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises—It has been a long time coming. *Journal of International Money and Finance*, 106, 102179.
- Romer, P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.
- Sahay, R., Arora, V. B., Arvanitis, T., Faruquee, H., N'Diaye, P., Griffoli, T. M., & Konuki, T. (2021). Managing the tide: How do emerging markets respond to capital flows? *IMF Working Paper*, WP/21/69.
- Sarno, L., & Taylor, M. P. (1999). Hot money, accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: An empirical investigation. *Journal of Development Economics*, 59(2), 337-364.
- Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, M. P. (2023). External imbalances and financial crises. *Journal of International Money and Finance*, 131, 102784.
- Tillmann, P. (2020). Growth slowdowns and the equity-debt composition of capital inflows. *Journal of International Money and Finance*, 105, 102156.
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207-222.
- Ulate, M. (2021). Going negative at the zero lower bound: The effects of negative nominal interest rates. *American Economic Review*, 111(1), 1-40.
- Vicondoa, A. (2022). Monetary news in the United States and business cycles in emerging economies. *Journal of International Economics*, 137, 103606.
- Wong, A., & Zhang, Q. (2021). Exchange rate risk and portfolio flows. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 72, 101334.
- Xu, Z., & Zhang, Y. (2022). Interest rate differential and exchange rate forecast in determining portfolio investment. *International Review of Financial Analysis*, 79, 101973.
- Yin, L., & Yang, Q. (2023). Volatility of exchange rates and short-term versus long-term capital flows: An asymmetric analysis. *Economic Modelling*, 118, 106098.
- Zhou, H., Liu, S., & Ma, Y. (2024). Economic fundamentals and portfolio flows: Direct and indirect effects through currency movements. *Journal of International Money and Finance*, 140, 102989.
-