



ANALISIS DAMPAK KETIDAKPASTIAN KEBIJAKAN EKONOMI GLOBAL DAN DOMESTIK TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) DI INDONESIA TAHUN 2020-2025

Ageng Julitasari^{1*}, Tiara Nirmala²

^{1,2}Universitas Lampung

Email: agengjulitaa@gmail.com¹, tiara.nirmala@feb.unila.ac.id²

Abstract

This study analyzes the impact of global and domestic economic policy uncertainty on the Indonesia Composite Stock Price Index (IHSG) during 2020–2025. Global Economic Policy Uncertainty (EPU), Indonesia EPU, and the Volatility Index (VIX) are used as indicators of uncertainty affecting stock market performance. This research applies a quantitative approach using the Vector Error Correction Model (VECM) to examine both short-run and long-run relationships among variables. The analysis is supported by Uncertainty-Investment Theory, Financial Contagion Theory, and Rational Expectations Theory. The results are expected to show that increases in global and domestic policy uncertainty, as well as rising market volatility, negatively affect IHSG through higher investor risk aversion, capital outflows, and declining market confidence. This study contributes to understanding the transmission of uncertainty shocks to Indonesia's capital market and provides implications for investors and policymakers in responding to economic uncertainty.

Keyword: Economic Policy Uncertainty, IHSG, Volatility Index, Stock Market, VECM

Abstrak

Studi ini menganalisis dampak ketidakpastian kebijakan ekonomi global dan domestik terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Indonesia selama tahun 2020–2025. Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi Global (EPU), EPU Indonesia, dan Indeks Volatilitas (VIX) digunakan sebagai indikator ketidakpastian yang memengaruhi kinerja pasar saham. Penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif menggunakan Model Koreksi Kesalahan Vektor (VECM) untuk menguji hubungan jangka pendek dan jangka panjang antar variabel. Analisis ini didukung oleh Teori Ketidakpastian-Investasi, Teori Penularan Keuangan, dan Teori Ekspektasi Rasional. Hasil penelitian diharapkan menunjukkan bahwa peningkatan ketidakpastian kebijakan global dan domestik, serta meningkatnya volatilitas pasar, berdampak negatif terhadap IHSG melalui peningkatan keengganan investor terhadap risiko, arus keluar modal, dan penurunan kepercayaan pasar. Studi ini berkontribusi pada pemahaman transmisi guncangan ketidakpastian ke pasar modal Indonesia dan memberikan implikasi bagi investor dan pembuat kebijakan dalam menanggapi ketidakpastian ekonomi.

Kata Kunci: Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi, IHSG, Indeks Volatilitas, Pasar Saham, VECM

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peran yang sangat penting dalam perekonomian suatu negara karena berfungsi sebagai sarana penghimpunan dana sekaligus indikator yang mencerminkan kondisi ekonomi secara agregat. Di Indonesia, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) digunakan sebagai indikator utama untuk menggambarkan kinerja pasar saham secara keseluruhan. Pergerakan IHSG tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental perusahaan, tetapi juga oleh berbagai faktor eksternal, terutama ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi di masa depan. Dalam kerangka pasar keuangan modern, ekspektasi tersebut menjadi faktor kunci yang menentukan dinamika harga aset, sehingga perubahan persepsi terhadap risiko dan ketidakpastian dapat secara langsung memengaruhi pergerakan pasar saham (Fama, 1970; Muth, 1961).

Salah satu faktor yang semakin mendapat perhatian dalam literatur ekonomi adalah

ketidakpastian kebijakan ekonomi atau *Economic Policy Uncertainty* (EPU). EPU merupakan konsep yang digunakan untuk menggambarkan tingkat ketidakjelasan arah kebijakan ekonomi yang dihadapi oleh pelaku ekonomi. EPU mencerminkan kondisi di mana rumah tangga, perusahaan, dan investor mengalami kesulitan dalam memprediksi kebijakan pemerintah di masa depan, baik yang berkaitan dengan kebijakan fiskal, moneter, perpajakan, maupun regulasi ekonomi lainnya.

Ketidakpastian kebijakan ekonomi juga memengaruhi pasar saham melalui mekanisme ekspektasi investor. Berdasarkan teori ekspektasi rasional yang dikemukakan oleh John F. Muth (1961), investor membentuk ekspektasi berdasarkan seluruh informasi yang tersedia, termasuk informasi terkait kebijakan ekonomi. Ketika ketidakpastian meningkat, investor akan mengantisipasi kemungkinan perubahan kebijakan yang dapat berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan, seperti perubahan suku bunga, kebijakan fiskal, maupun regulasi industri. Ekspektasi negatif tersebut mendorong investor untuk mengurangi kepemilikan aset berisiko dan mengalihkan investasi ke aset yang lebih aman, sehingga menekan pasar saham.

Periode 2020–2025 merupakan periode yang sangat relevan untuk mengkaji pengaruh EPU terhadap pasar saham. Pada periode ini, perekonomian global mengalami berbagai guncangan besar, seperti pandemi COVID-19, kebijakan stimulus fiskal dan moneter yang masif, serta pengetatan kebijakan moneter di berbagai negara. Selain itu, konflik geopolitik seperti perang Rusia–Ukraina dan ketegangan global lainnya turut meningkatkan ketidakpastian ekonomi dunia. Kondisi ini tercermin dalam fluktuasi indeks EPU global yang menunjukkan tingkat ketidakpastian yang tinggi selama periode tersebut (Baker et al., 2016).

Di sisi domestik, Indonesia juga menghadapi berbagai sumber ketidakpastian, seperti penyesuaian kebijakan fiskal pasca-pandemi, reformasi regulasi, serta dinamika politik menjelang Pemilu 2024. Ketidakpastian ini berpotensi memengaruhi ekspektasi investor terhadap stabilitas ekonomi dan kinerja pasar saham. Oleh karena itu, analisis terhadap pengaruh EPU global dan domestik menjadi penting untuk memahami dinamika pergerakan IHSG pada periode tersebut.

Indikator lain yang sering digunakan untuk mencerminkan tingkat ketidakpastian global adalah volatilitas global yang diukur *Volatility Index* (VIX). VIX merupakan indeks yang mengukur ekspektasi volatilitas pasar keuangan global, khususnya pasar saham Amerika Serikat, dalam jangka pendek. Indeks ini dihitung berdasarkan pergerakan harga opsi pada indeks S&P 500 dan mencerminkan persepsi risiko investor terhadap kondisi pasar di masa depan. Oleh karena itu, VIX sering disebut sebagai *fear index*, karena peningkatan nilainya menunjukkan meningkatnya ketidakpastian dan kekhawatiran pelaku pasar terhadap stabilitas ekonomi dan keuangan global (Whaley, 2000; CBOE, 2019).

Berdasarkan dinamika tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi global dan domestik terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menggunakan pendekatan Vector Error Correction Model (VECM) pada periode 2020–2025. Fokus penelitian diarahkan pada analisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara IHSG,

Economic Policy Uncertainty (EPU) Global, EPU Indonesia, dan Volatilitas Global(VIX) dalam satu periode pengamatan. Dengan pendekatan ini, penelitian diharapkan dapat memberikan gambaran empiris mengenai mekanisme transmisi guncangan ketidakpastian terhadap pasar modal Indonesia serta respons IHSG terhadap dinamika ketidakpastian global dan domestik dalam kerangka pasar keuangan yang terintegrasi.

TINJAUAN PUSTAKA

Berisi Ketidakpastian dapat dipahami sebagai perubahan yang tidak terduga yang berpengaruh terhadap lingkungan ekonomi, baik melalui kebijakan fiskal, moneter, maupun kebijakan pemerintah lainnya yang berdampak pada aktivitas perusahaan (Abel, 1983). Situasi ekonomi yang penuh ketidakpastian merujuk pada peristiwa-peristiwa di masa depan yang sulit diprediksi dalam perekonomian (Bloom, Kose, & Terrones, 2013).

Dengan demikian, ketidakpastian kebijakan dapat dipandang sebagai risiko ekonomi yang muncul akibat ketidakjelasan arah kebijakan pemerintah di masa mendatang serta kerangka regulasi yang berlaku, yang kerap menjadi tantangan besar dalam sektor keuangan. Indeks Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi atau *Economic Policy Uncertainty* sebagaimana dikembangkan oleh Baker dkk. (2016) menjadi salah satu ukuran utama untuk menilai tingkat ketidakpastian tersebut.

Menurut Tandelilin (2010:86), indeks harga saham dapat dijadikan indikator utama yang mencerminkan kinerja saham-saham yang diperdagangkan di bursa. Hal serupa diungkapkan Martalena & Malinda (2011) yang mendefinisikan indeks harga saham sebagai indikator yang menunjukkan dinamika harga saham. Indeks ini memiliki peran penting sebagai penunjuk arah tren pasar, sehingga pergerakannya bisa mencerminkan kondisi pasar pada waktu tertentu, apakah berada dalam situasi aktif atau justru melemah.

Liquidity Preference Theory yang dikemukakan oleh John Maynard Keynes (1936) menjelaskan bahwa investor cenderung meningkatkan preferensi terhadap aset likuid, terutama dalam kondisi ketidakpastian ekonomi (Keynes, 1936). Dalam konteks pasar keuangan, teori ini berkembang menjadi *Liquidity Preference and Capital Market* (LCPM), yang menjelaskan bagaimana preferensi likuiditas memengaruhi keputusan investasi dan pergerakan pasar modal. Secara umum, investor memilih aset berdasarkan likuiditas, risiko, dan imbal hasil. Dalam kondisi normal, investor cenderung berinvestasi pada aset berisiko seperti saham untuk memperoleh return yang lebih tinggi. Namun, ketika ketidakpastian meningkat, investor akan meningkatkan permintaan terhadap aset likuid melalui motif berjaga-jaga dan spekulasi, sehingga lebih memilih kas atau instrumen yang lebih aman (Keynes, 1936; Mishkin, 2019).

Financial Contagion menjelaskan bahwa guncangan keuangan atau kebijakan dari suatu negara dapat menyebar dan memengaruhi negara lain, terutama dalam ekonomi yang saling terhubung melalui arus modal internasional. Ketika terjadi peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi di

negara besar seperti Amerika Serikat, dampaknya dapat menjalar ke negara berkembang. Investor global cenderung menarik investasinya dari pasar berisiko dan memindahkannya ke aset yang dianggap lebih aman, seperti dolar AS atau obligasi pemerintah AS. Fenomena ini menciptakan *spillover effect* pada pasar keuangan negara-negara lain.

Peningkatan EPU global misalnya terkait kebijakan moneter *The Federal Reserve*, ketegangan geopolitik, atau keputusan ekonomi negara maju akan memicu *capital outflow* dari pasar modal Indonesia. Hal ini karena investor asing memegang porsi signifikan dalam transaksi saham di Indonesia, sehingga perubahan sentimen global secara langsung memengaruhi IHSG. *Theory contagion* ini menjelaskan mengapa gejolak kebijakan global dapat menekan IHSG meskipun kondisi ekonomi domestik relatif stabil. Ini menunjukkan betapa pentingnya pengaruh EPU global terhadap dinamika pasar saham Indonesia.

METODE PENELITIAN

Berisi Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data runtut waktu (*time series*). Menurut Sugiyono (2010:15), penelitian kuantitatif adalah penelitian yang menggunakan data berupa angka yang dapat diukur dan dianalisis secara statistik. Data runtut waktu merupakan kumpulan observasi yang disusun secara berurutan dalam periode tertentu, baik harian, bulanan, maupun tahunan (Widarjono, 2018:9). Dalam penelitian ini, data yang digunakan adalah data bulanan selama periode Januari 2020 hingga oktober 2025. Pemilihan rentang waktu ini didasarkan pada pertimbangan bahwa periode tersebut mencerminkan dinamika ketidakpastian kebijakan ekonomi yang intens, termasuk pandemi COVID-19, gejolak geopolitik global, perubahan kebijakan fiskal-moneter, serta kondisi pasar keuangan domestik yang volatil.

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari sumber yang telah tersedia dan dipublikasikan oleh pihak lain (Hasan, 2002:58). Data dalam penelitian ini diperoleh dari berbagai sumber resmi dan terpercaya, yaitu: data *Economic Policy Uncertainty (EPU)* Indonesia diperoleh dari situs <https://fred.stlouisfed.org>, data *Economic Policy Uncertainty (EPU)* Global diperoleh dari situs resmi <https://www.policyuncertainty.com>, data Volatility Index (VIX) diperoleh dari situs <https://fred.stlouisfed.org>, dan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) diperoleh dari situs <https://www.investing.com>.

Variabel dummy juga digunakan dalam penelitian ini untuk menangkap pengaruh periode pandemi COVID-19 terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Ekspektasi pengaruh negatif, karena selama periode pandemi terjadi peningkatan ketidakpastian ekonomi global, tekanan di pasar keuangan, pelemahan sentimen investor, serta potensi *capital outflow* yang dapat menekan kinerja pasar saham Indonesia. Kondisi tersebut diharapkan tercermin pada pelemahan IHSG selama periode pandemi.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif berbasis regresi dengan metode Vector Error Correction Model (VECM) yang diolah menggunakan perangkat lunak Eviews. VECM memberikan

kemudahan dalam proses analisis karena mampu memisahkan komponen hubungan jangka panjang (long-run) dan jangka pendek (short-run) dalam pembentukan model. Oleh karena itu, metode ini sangat sesuai untuk analisis data deret waktu (time series). Model VECM pertama kali dikembangkan oleh Engle dan Granger untuk mengidentifikasi adanya ketidakseimbangan (*disequilibrium*) dalam jangka pendek terhadap hubungan jangka panjang. Secara konsep, VECM merupakan pengembangan dari model *Vector Autoregressive* (VAR) yang diterapkan pada data nonstasioner yang memiliki hubungan kointegrasi. Adanya kointegrasi menyebabkan model VAR menjadi terbatas (*restricted VAR*). Bentuk umum persamaan VAR dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y_{nt} = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_{in} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{in} Y_{2t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{in} Y_{2t-i} \dots + \sum_{i=1}^p \alpha_{in} Y_{nt-i} + e_{nt}$$

Keterangan:

Y_{nt} = komponen vektor variabel

Y_{t-i} = nilai variabel endogen pada periode sebelumnya

β_0 = konstanta

$\beta_{in}, \alpha_{in}, \dots, \eta_{in}$ = koefisien variabel endogen

e_{nt} = error term

Menurut Gujarati (2003), model VAR memiliki beberapa keunggulan, di antaranya tidak memerlukan pembedaan antara variabel independen dan dependen. Selain itu, metode *Ordinary Least Square* (OLS) dapat digunakan untuk mengestimasi setiap persamaan, dan dalam beberapa kasus pendekatan VAR dinilai lebih sederhana serta lebih efektif dibandingkan model persamaan simultan yang kompleks. Pembentukan model VAR sangat berkaitan dengan kondisi stasioneritas data serta adanya hubungan kointegrasi antar variabel dalam model. Oleh karena itu, tahap awal dalam membangun model VAR adalah melakukan uji stasioneritas terhadap data yang digunakan.

Apabila data telah stasioner, maka analisis dapat menggunakan model VAR. Namun, jika data belum stasioner pada tingkat level, maka perlu dilakukan pengujian kointegrasi. Apabila ditemukan adanya kointegrasi, maka model yang digunakan adalah *Vector Error Correction Model* (VECM).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Stationeritas

Tabel 1 Uji Stationeritas

Variabel	Tingkat Level			Keterangan
	ADF-statistik	critical values 5%	Prob	
IHSG	-0.798721	-2.904198	0.813	Tidak stationer
EPU_G	-2.66306	-2.904198	0.0857	Tidak stationer
EPU_ID	-2.344972	-2.904808	0.1613	Tidak stationer
VIX	-4.172224	-2.904198	0.0014	stationer
COVID	-1.433092	-2.904198	0.5612	Tidak stationer

Pengujian stasioneritas dalam penelitian ini dilakukan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller*

(*ADF-test*) untuk memastikan bahwa data yang digunakan tidak mengandung *unit root*. Uji ini dilakukan pada tingkat level dan dilanjutkan pada tingkat *first difference* apabila variabel belum stasioner. Pada tingkat level, hasil pengujian menunjukkan bahwa sebagian besar variabel dalam penelitian ini belum memenuhi kondisi stasioner. Variabel IHSG memiliki nilai ADF-statistik sebesar -0,798721 yang lebih besar dibandingkan nilai *critical values* pada taraf signifikansi 5% yaitu -2,904198, dengan nilai probabilitas sebesar 0,813. Kondisi ini menunjukkan bahwa variabel IHSG tidak stasioner pada tingkat level.

Hasil yang serupa juga ditemukan pada variabel EPU Global (EPU_G), di mana nilai ADF-statistik sebesar -2,66306 masih lebih besar dibandingkan nilai *critical values* sebesar -2,904198, serta memiliki probabilitas sebesar 0,0857. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel EPU Global juga tidak stasioner. Selanjutnya, variabel EPU Indonesia (EPU_ID) menunjukkan nilai ADF-statistik sebesar -2,344972 yang juga lebih besar dari nilai *critical values* sebesar -2,904808, dengan probabilitas sebesar 0,1613, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak stasioner pada tingkat level.

Berbeda dengan variabel lainnya, variabel VIX menunjukkan hasil yang berbeda. Nilai ADF-statistik sebesar -4,172224 lebih kecil dibandingkan nilai *critical values* sebesar -2,904198, serta nilai probabilitas sebesar 0,0014. Dengan demikian, variabel VIX telah memenuhi syarat stasioneritas pada tingkat level. Sementara itu, variabel COVID memiliki nilai ADF-statistik sebesar -1,433092 yang lebih besar dari nilai *critical values* sebesar -2,904198, dengan probabilitas sebesar 0,5612, sehingga variabel ini tidak stasioner.

Tabel 2 Tingkat First Difference

Variabel	Tingkat first Difference			
	ADF-statistik	critical values 5%	Prob	Keterangan
D(IHSG)	-7.81364	-2.904848	0	Stationer
D(EPU_G)	-6.983149	-2.905519	0	Stationer
D(EPU_ID)	-2.851685	-2.904848	0.0465	Stationer
D(VIX)	-9.618974	-2.904848	0	Stationer
D(COVID)	-8124038	-2.904848	0	Stationer

Karena terdapat variabel yang tidak stasioner pada tingkat level, maka dilakukan pengujian lanjutan pada tingkat *first difference*. Secara keseluruhan, hasil pengujian pada tingkat *first difference* menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian ini telah stasioner. Nilai ADF-statistik masing-masing variabel lebih kecil dibandingkan nilai *critical values* pada taraf signifikansi 5%, serta seluruh nilai probabilitas berada di bawah 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel terintegrasi pada orde satu atau I(1), sehingga analisis dapat dilanjutkan ke tahap pengujian kointegrasi dan pembentukan model *Error Correction Model (ECM)*.

Hasil Uji Lag Optimum

Penentuan *lag optimal* sangat penting dilakukan agar tidak ada persoalan autokorelasi antar variabel dalam model penelitian ini. Uji *lag optimal* ini dapat ditentukan dari nilai minimum sejumlah kriteria seperti Hanan Quinon (HQ), Schwarz Information Criterion (SC), Akaike Information

Criterion (AIC) dan Likelihood Ratio (LR). Berikut hasil uji penentuan *lag optimal* melalui *evIEWS 14*

Tabel 3 Uji Penentuan *Lag Optimal* melalui *EvIEWS 14*

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-801.6193	NA	90906.81	25.60696	25.77705*	25.67386
1	-760.8479	73.77692	55259.25*	25.10628*	26.12682	25.50766*
2	-741.2506	32.35099	66601.82	25.27780	27.14879	26.01367
3	-711.5179	44.36304*	59574.74	25.12755	27.84899	26.19791
4	-689.0354	29.97673	69597.93	25.20747	28.77936	26.61232
5	-669.9141	22.45996	95446.43	25.39410	29.81644	27.13343
6	-642.8252	27.51891	109705.7	25.32778	30.60057	27.40160

Banyaknya *lag optimal* pada temuan ini didasari dari nilai Akaike Information Criteria (AIC) yang nilainya paling rendah, maka dapat dilihat nilai minimum AIC berada pada *lag 1*. Jadi, *lag optimum* yang dimanfaatkan untuk pengujian selanjutnya dalam analisis ini yaitu *lag 1*. Setelah dilakukan uji penentuan *lag optimum* maka dapat dilakukan pengujian berikutnya yaitu uji stabilitas VAR

Hasil Uji Stabilitas Model VAR

Pengujian stabilitas model VAR ini dilaksanakan melalui pemeriksaan dalam stabilitas pada *roots of characteristic polynomial* dalam *AR Root Tabel* (Basuki & Prawoto, 2019). Berikut hasil uji stabilitas model VAR melalui *evIEWS 14*.

Tabel 4 Uji Stabilitas Model VAR melalui *EvIEWS 14*

Root	Modulus
0.742301	0.742301
-0.064541 - 0.288313i	0.295448
-0.064541 + 0.288313i	0.295448
-0.183624	0.183624
0.051350	0.051350

Hasil uji stabilitas model VAR terlihat dari nilai *root* dan modulusnya <1 . Dari Tabel 6 bisa ditarik simpulan seluruh variabel pada analisis ini telah stabil untuk diujikan berikutnya yakni *impulse response function* dan *variance decomposition* karena nilai *root* dan modulusnya kurang dari satu.

Hasil Uji Kointegrasi Johansen

Tabel 6 Uji Kointegrasi Johansen

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.** Critical Value
None *	0.832021	258.5227	69.81889	0.0000
At most 1 *	0.623823	139.0004	47.85613	0.0000
At most 2 *	0.483667	73.49481	29.79707	0.0000
At most 3 *	0.277064	29.20762	15.49471	0.0003
At most 4 *	0.105509	7.470526	3.841465	0.0083

Berdasarkan hasil uji kointegrasi pada Tabel, nilai *trace statistic none* yaitu 258,5227 melebihi nilai *critical value* 5% yaitu 69,81889. Kemudian nilai *trace statistic at most 1* yaitu 139,0004 melebihi nilai *critical value* 5% yaitu 47,85613. Selanjutnya nilai *trace statistic at most 2* yaitu 73,49481 melebihi nilai *critical value* 5% yaitu 29,79707. Nilai *trace statistic at most 3* yaitu 29,20762 juga melebihi nilai *critical value* 5% yaitu 15,49471, serta nilai *trace statistic at most 4* yaitu 7,470526 lebih besar dari nilai *critical value* 5% yaitu 3,841465.

Dikarenakan seluruh nilai *trace statistic* melebihi nilai *critical value* 5%, maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antar variabel dalam model penelitian ini. Dengan demikian, analisis selanjutnya dapat dilanjutkan menggunakan model estimasi Vector Error Correction Model (VECM).

Hasil Estimasi Vector Error Correcrtion Model (VECM)

Pada uji kointegrasi Johansen sebelumnya telah terbukti bahwa terdapat hubungan kointegrasi dalam model penelitian ini, sehingga diperlukan pengujian lanjutan yaitu estimasi model *Vector Error Correction Model* (VECM). Model VECM digunakan untuk melihat dinamika hubungan jangka pendek dan jangka panjang antar variabel serta mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang. Nilai t-tabel pada penelitian ini sebesar 1,997, dimana apabila nilai t-statistik > t-tabel maka variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, dan sebaliknya apabila t-statistik < t-tabel maka tidak berpengaruh signifikan.

Perolehan hasil estimasi VECM terhadap IHSG disajikan sebagai berikut.

Tabel 7 Estimasi Vector Error Correcrtion Model (VECM)

Variabel	Koefisien	t-statistik	t-tabel	Keterangan
CointEq1	-0.122339	-3.51195	1.997	Signifikan
D(EPU_G(-1),2)	-1.526846	-3.53796	1.997	Signifikan
D(EPU_ID(-1),2)	1152.696	1.34964	1.997	Tidak Signifikan
D(VIX(-1),2)	-8.634955	-1.69187	1.997	Tidak Signifikan
D(COVID(-1),2)	-242.1406	-1.33131	1.997	Tidak Signifikan

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka pendek, variabel *error correction term* (CointEq1) memiliki nilai koefisien sebesar -0,122339 dan nilai t-statistik -3,51195 yang lebih besar dari t-tabel, sehingga signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat mekanisme penyesuaian dari ketidakseimbangan jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang.

Selanjutnya, variabel EPU Global (EPU_G) pada lag 1 berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG dengan nilai koefisien sebesar -1,526846 dan t-statistik sebesar -3,53796. Hal ini berarti bahwa peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi global pada periode sebelumnya akan meningkatkan IHSG pada periode sekarang. Sementara itu, variabel EPU Indonesia (EPU_ID) memiliki koefisien sebesar 1152,696 dengan nilai t-statistik 1,34964, yang lebih kecil dari t-tabel, sehingga tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, ketidakpastian kebijakan domestik tidak berpengaruh terhadap IHSG.

Variabel VIX memiliki koefisien sebesar -8,634955 dengan nilai t-statistik -1,69187, sehingga tidak signifikan. Artinya, volatilitas pasar global tidak memberikan pengaruh yang berarti terhadap IHSG dalam jangka pendek. Begitu pula dengan variabel COVID yang memiliki koefisien sebesar -242,1406 dengan nilai t-statistik -1,33131, yang juga tidak signifikan terhadap IHSG dalam jangka pendek.

Tabel 8. Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	t-statistik	t-tabel	Keterangan
D(EPU_G(-1))	-6.922899	-3.92716	1.997	Signifikan
D(EPU_ID(-1))	1838.586	1.4951	1.997	tidak signifikan
D(VIX(-1))	-196.1513	-11.7039	1.997	Signifikan
D(COVID(-1))	-1853.55	-3.47018	1.997	Signifikan
C			-82.24191	

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka panjang, variabel EPU Global (EPU_G) memiliki koefisien sebesar -6,922899 dengan nilai t-statistik -3,92716 yang lebih besar dari t-tabel, sehingga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG.

Selanjutnya, variabel EPU Indonesia (EPU_ID) memiliki koefisien sebesar 1838,586 dengan nilai t-statistik 1,4951 yang lebih kecil dari t-tabel, sehingga tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang ketidakpastian kebijakan domestik tidak berpengaruh terhadap IHSG. Variabel VIX memiliki koefisien sebesar -196,1513 dengan nilai t-statistik -11,7039 yang lebih besar dari t-tabel, sehingga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG. Hal ini berarti bahwa peningkatan volatilitas pasar global akan menurunkan IHSG dalam jangka panjang. Variabel COVID memiliki koefisien sebesar -1853,55 dengan nilai t-statistik -3,47018 yang lebih besar dari t-tabel, sehingga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang.

Hasil Uji IRF (*Impulse Response Function*)

Tabel 9. Nilai Impulse Response Function Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Response of D(IHSG):					
Period	D(EPU_G)	D(VIX)	D(COVID)	D(EPU_ID)	D(IHSG)
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	270.4093
2	94.10088	54.52238	-2.280944	46.06924	124.1682
3	7.558390	56.19179	11.55380	47.59822	169.1043
4	64.75199	36.27301	1.557616	26.94460	158.4068
5	30.20864	43.87429	1.556519	45.21916	165.8958
6	51.50887	44.79433	5.761552	34.25201	159.0917
7	38.20925	44.93307	2.626712	40.55879	162.5433
8	46.16111	42.52829	4.116135	36.40366	161.6454
9	41.63701	44.66998	3.146332	39.19689	161.9348
10	44.20968	43.74339	4.052670	37.52881	161.5315

Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations
Cholesky ordering: D(IHSG) D(EPU_G) D(EPU_ID) D(VIX) D(COVID)

Berdasarkan hasil *Impulse Response Function (IRF)* dapat dilihat respon Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) terhadap guncangan (*shock*) dari variabel EPU Global (EPU_G), EPU Indonesia (EPU_ID), VIX, dan COVID selama 10 periode ke depan. Pada periode ke-1, IHSG belum merespon guncangan dari variabel lain, melainkan hanya merespon dirinya sendiri sebesar 270,4093. Hal ini menunjukkan bahwa pada periode awal, pergerakan IHSG masih didominasi oleh faktor internal.

Memasuki periode ke-2, IHSG mulai merespon shock dari seluruh variabel. Respon terhadap EPU Global sebesar 94,10088, terhadap VIX sebesar 54,52238, dan terhadap EPU Indonesia sebesar 46,06924 menunjukkan respon positif. Sementara itu, respon terhadap COVID pada periode ini bernilai negatif sebesar -2,280944. Pada periode ke-3, respon IHSG terhadap EPU Global sebesar 7,558390, terhadap VIX sebesar 56,19179, terhadap EPU Indonesia sebesar 47,59822, serta terhadap COVID sebesar 11,55380, yang secara umum menunjukkan kecenderungan respon positif.

Selanjutnya, pada periode ke-4 hingga periode ke-10, respon IHSG terhadap seluruh variabel cenderung stabil dan berada pada nilai positif. Respon terhadap EPU Global berkisar antara 30,20864 hingga 64,75199, respon terhadap VIX berada pada kisaran 36,27301 hingga 44,93307, serta respon terhadap EPU Indonesia berada pada kisaran 26,94460 hingga 45,21916. Adapun respon terhadap COVID relatif kecil namun tetap menunjukkan nilai positif hingga akhir periode. Secara keseluruhan, hasil IRF menunjukkan bahwa IHSG merespon shock dari variabel EPU Global, EPU Indonesia, VIX, dan COVID secara positif dalam jangka menengah hingga panjang setelah periode awal.

Hasil ini mengindikasikan bahwa pasar saham Indonesia tidak selalu bereaksi negatif terhadap peningkatan ketidakpastian global maupun volatilitas pasar. Dalam konteks periode penelitian, respon positif tersebut dapat mencerminkan adanya mekanisme penyesuaian pasar, di mana peningkatan ketidakpastian justru diikuti oleh pergerakan masuknya aliran modal (*capital inflow*) ke pasar negara berkembang seperti Indonesia, sehingga mendorong kenaikan IHSG. Selain itu, periode penelitian yang mencakup fase pemulihan pasca pandemi COVID-19 juga dapat memengaruhi hasil tersebut, di mana pasar saham menunjukkan kecenderungan rebound meskipun terjadi peningkatan ketidakpastian global. Dengan demikian, respon positif IHSG terhadap shock variabel-variabel tersebut dapat dijelaskan sebagai bentuk adaptasi pasar terhadap dinamika ekonomi global dan domestik.

Hasil Uji Variance Decomposition

Uji *Variance Decomposition* menjelaskan seberapa pentingnya atas proporsi setiap variabel yang dimanfaatkan sistem VAR karena adanya kejutan pada variabel, yang berguna untuk memprediksi bagaimana kontribusi persentasi varians pada setiap variabel pada periode sekarang dan periode mendatang. Berikut hasil uji *variance decomposition* melalui *views 14*.

Tabel 10. Hasil Uji Variance Decomposition Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Variance Decomposition of D(IHSG):						
Period	S.E.	D(EPU_G)	D(VIX)	D(COVID)	D(EPU_ID)	D(IHSG)
1	270.4093	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000
2	320.1471	8.639491	2.900350	0.005076	2.070728	88.38436
3	369.7353	6.519264	4.484287	0.101455	3.209826	85.68517
4	409.9193	7.798979	4.431214	0.083983	3.043421	84.64240
5	447.7052	6.993359	4.675161	0.071613	3.571518	84.68835
6	481.2653	7.197531	4.912188	0.076306	3.597308	84.21667
7	512.9985	6.889378	5.090450	0.069780	3.791110	84.15928
8	542.7507	6.878118	5.161635	0.068090	3.836736	84.05542
9	571.0311	6.745375	5.274978	0.064549	3.937293	83.97781
10	597.8811	6.699900	5.347131	0.063476	3.985600	83.90389

Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations
 Cholesky ordering: D(IHSG) D(EPU_G) D(EPU_ID) D(VIX) D(COVID)

Berdasarkan hasil uji *Variance Decomposition* terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dapat dijelaskan bahwa dalam jangka pendek hingga jangka panjang variasi IHSG masih didominasi oleh shock dari variabel itu sendiri. Pada periode ke-1, variasi IHSG sepenuhnya dipengaruhi oleh dirinya sendiri yaitu sebesar 100%, sedangkan variabel lain seperti EPU Global, VIX, COVID, dan EPU Indonesia belum memberikan kontribusi. Hal ini menunjukkan bahwa pada awal periode, pergerakan IHSG lebih dipengaruhi oleh dinamika internal pasar saham.

Memasuki periode ke-2, kontribusi IHSG terhadap dirinya sendiri mulai menurun menjadi sebesar 86,38436%, sementara variabel lain mulai memberikan pengaruh. EPU Global memberikan kontribusi sebesar 8,639491%, VIX sebesar 2,900350%, EPU Indonesia sebesar 2,070728%, dan COVID sebesar 0,005076%. Pada periode ke-3 hingga periode ke-5, kontribusi IHSG terus mengalami penurunan dan berada pada kisaran 84% hingga 85%. Pada periode ke-5 misalnya, kontribusi IHSG sebesar 84,64420%, sedangkan EPU Global sebesar 7,798979%, VIX sebesar 4,431214%, EPU Indonesia sebesar 3,043421%, dan COVID sebesar 0,083983%. Hal ini menunjukkan bahwa dalam jangka menengah, pengaruh variabel eksternal mulai meningkat meskipun masih relatif kecil. Selanjutnya, periode ke-6 hingga periode ke-10, kontribusi IHSG cenderung stabil di kisaran 83% hingga 85%, dengan nilai pada periode ke-10 sebesar 83,90389%. Sementara itu, kontribusi EPU Global berada pada kisaran 6% hingga 8%, VIX sekitar 4% hingga 5%, dan EPU Indonesia berkisar antara 3% hingga 4%. Adapun variabel COVID tetap memberikan kontribusi yang sangat kecil, yaitu di bawah 0,1%, dengan nilai pada periode ke-10 sebesar 0,063476%. Kondisi ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, IHSG masih lebih dominan dipengaruhi oleh shock internalnya sendiri dibandingkan variabel eksternal.

Dengan demikian, hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun variabel ketidakpastian global seperti EPU Global dan VIX serta ketidakpastian domestik (EPU Indonesia) memiliki pengaruh terhadap IHSG, namun kontribusinya relatif terbatas. Hal ini sejalan dengan teori *Rational Expectations* yang menyatakan bahwa pasar saham bersifat forward-looking dan sebagian besar informasi telah tercermin dalam harga. Selain itu, dominasi shock internal pada IHSG juga menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia memiliki tingkat resiliensi terhadap guncangan eksternal. Meskipun demikian, keberadaan kontribusi dari variabel global seperti VIX yang relatif lebih besar dibandingkan EPU Indonesia menunjukkan bahwa IHSG lebih sensitif terhadap sentimen risiko global dibandingkan ketidakpastian domestik.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis, penelitian ini menunjukkan bahwa *Economic Policy Uncertainty* (EPU) Global berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, yang mengindikasikan bahwa peningkatan ketidakpastian global mampu menekan kinerja pasar saham Indonesia. Sementara itu, EPU Indonesia tidak berpengaruh signifikan terhadap

IHSG baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, menunjukkan bahwa selama periode penelitian IHSG cenderung lebih responsif terhadap faktor eksternal dibandingkan ketidakpastian domestik. Selain itu, VIX dan COVID-19 tidak berpengaruh signifikan dalam jangka pendek, namun keduanya berpengaruh negatif dan signifikan dalam jangka panjang terhadap IHSG.

Hasil *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa IHSG merespons guncangan dari EPU Global, EPU Indonesia, VIX, dan COVID-19 secara fluktuatif pada awal periode, namun secara bertahap cenderung stabil dan konvergen menuju keseimbangan dalam jangka panjang. Sementara itu, hasil *Variance Decomposition* menunjukkan bahwa variasi IHSG masih didominasi oleh shock dari IHSG itu sendiri, dengan kontribusi terbesar dari variabel eksternal berasal dari EPU Global dan VIX. Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa faktor eksternal memiliki peran yang lebih dominan dalam memengaruhi dinamika IHSG dibandingkan faktor domestik.

Berdasarkan hasil penelitian, investor disarankan untuk lebih memperhatikan perkembangan ketidakpastian ekonomi global, terutama EPU Global dan volatilitas pasar internasional, karena terbukti memengaruhi pergerakan IHSG. Bagi pemerintah dan otoritas pasar keuangan, hasil ini menunjukkan pentingnya menjaga stabilitas pasar modal melalui respons kebijakan yang adaptif terhadap risiko global dan potensi shock eksternal. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan menambahkan variabel makroekonomi lain seperti inflasi, nilai tukar, dan suku bunga, serta menggunakan periode observasi yang lebih panjang agar dapat memberikan hasil yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi IHSG.

DAFTAR PUSTAKA

- Abel, A. B. (1983). Optimal investment under uncertainty. *The American Economic Review*, 73(1), 228–233.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bloom, N., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2013). Held back by uncertainty. *Finance and Development*, 50(1), 38–41.
- Chicago Board Options Exchange (CBOE). (2019). *The CBOE Volatility Index (VIX)*.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic econometrics* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Hasan, M. Iqbal. (2002). *Pokok-pokok materi metodologi penelitian dan aplikasinya*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. London: Macmillan.
- Martalena, & Malinda. (2011). *Pengantar pasar modal*. Yogyakarta: Andi.
- Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.). Pearson.
- Muth, J. F. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, 29(3), 315–335.
- Sugiyono. (2010). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar modal: Manajemen portofolio dan investasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Whaley, R. E. (2000). *The investor fear gauge*. *Journal of Portfolio Management*.
- Widarjono, A. (2018). *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya disertai panduan EViews* (Edisi kelima). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.