

**ANALISIS DAMPAK KETIDAKPASTIAN EKONOMI GLOBAL DAN  
DOMESTIK, RISIKO VOLATILITAS PASAR GLOBAL, SERTA PANDEMI  
COVID-19 TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) DI  
INDONESIA TAHUN 2020-2025**

**(Skripsi)**

**Oleh**

**AGENG JULITASARI**

**NPM 2211021022**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS LAMPUNG  
BANDAR LAMPUNG  
2026**

**ANALISIS DAMPAK KETIDAKPASTIAN EKONOMI GLOBAL DAN  
DOMESTIK, RISIKO VOLATILITAS PASAR GLOBAL, SERTA PANDEMI  
COVID-19 TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) DI  
INDONESIA TAHUN 2020-2025**

**Oleh**

**AGENG JULITASARI**

**Skripsi**

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar  
SARJANA EKONOMI**

**Pada**

**Jurusan Ekonomi Pembangunan  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS LAMPUNG  
BANDAR LAMPUNG  
2026**

## ABSTRAK

### ANALISIS DAMPAK KETIDAKPASTIAN EKONOMI GLOBAL DAN DOMESTIK, RISIKO VOLATILITAS PASAR GLOBAL, SERTA PANDEMI COVID-19 TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) DI INDONESIA TAHUN 2020-2025

OLEH

AGENG JULITASARI

Ketidakpastian ekonomi merupakan salah satu faktor yang memengaruhi stabilitas pasar keuangan dan pergerakan pasar saham. Peningkatan ketidakpastian ekonomi global maupun domestik, risiko volatilitas pasar global, serta adanya pandemi COVID-19 dapat menurunkan kepercayaan investor, meningkatkan ketidakpastian pasar, dan memengaruhi pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak ketidakpastian ekonomi global dan domestik, Volatilitas Pasar global, serta pandemi COVID-19 terhadap IHSG di Indonesia tahun 2020-2025. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif deskriptif dengan metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Data yang digunakan merupakan data sekunder bulanan periode 2020–2025 yang diperoleh dari *Economic Policy Uncertainty Index*, *Federal Reserve Economic Data* (FRED), dan IDX. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian ekonomi global dan domestik, volatilitas pasar global, serta pandemi COVID-19 berpengaruh negatif terhadap IHSG di Indonesia. Peningkatan ketidakpastian ekonomi, tingginya volatilitas pasar global, serta dampak pandemi COVID-19 menyebabkan investor cenderung mengurangi investasi pada aset berisiko seperti saham sehingga menekan pergerakan IHSG. Temuan ini menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia sensitif terhadap dinamika ketidakpastian ekonomi global dan domestik, perubahan kondisi pasar keuangan global, serta guncangan ekonomi yang ditimbulkan oleh pandemi.

**Kata Kunci :** COVID-19, Ketidakpastian ekonomi global, Ketidakpastian ekonomi domestik, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *Vector Error Correction Model* (VECM), Volatilitas Pasar global.

## **ABSTRACT**

### **ANALYSIS OF THE IMPACT OF GLOBAL AND DOMESTIC ECONOMIC UNCERTAINTY, GLOBAL MARKET VOLATILITY RISK, AND THE COVID-19 PANDEMIC ON THE COMPOSITE STOCK PRICE INDEX (IHSG) IN INDONESIA, 2020-2025**

By

**AGENG JULITASARI**

*Economic uncertainty is one of the factors affecting financial market stability and stock market performance. Rising global and domestic economic uncertainty, global market volatility risk, and the COVID-19 pandemic may reduce investor confidence, increase market uncertainty, and influence the movement of the Indonesia Composite Stock Price Index (IHSG). This study aims to analyze the impact of global and domestic economic uncertainty, Global Market Volatility (VIX), and the COVID-19 pandemic on the IHSG in Indonesia during the period 2020–2025. This study employs a descriptive quantitative approach using the Vector Error Correction Model (VECM) method. The data used are monthly secondary data from 2020 to 2025 obtained from the Economic Policy Uncertainty Index, Federal Reserve Economic Data (FRED), and IDX. The results indicate that Global and Domestic Economic Uncertainty, VIX, and the COVID-19 pandemic have a negative effect on the IHSG in Indonesia. Increasing economic uncertainty, higher global market volatility, and the impacts of the COVID-19 pandemic lead investors to reduce their investments in risky assets such as stocks, thereby putting downward pressure on the IHSG. These findings suggest that the Indonesian stock market is sensitive to changes in global and domestic economic uncertainty, fluctuations in global financial market conditions, and economic shocks caused by the pandemic.*

**Keywords:** *COVID-19; Global Economic Uncertainty; Global Market Volatility (VIX); Indonesia Composite Stock Price Index (IHSG); Indonesia Economic Uncertainty; Vector Error Correction Model (VECM).*

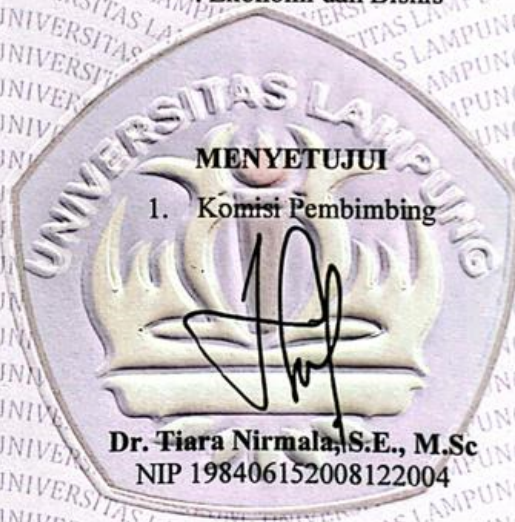
**Judul Skripsi** : Analisis Dampak Ketidakpastian  
Ekonomi Global dan Domestik, Risiko  
Volatilitas Pasar Global, serta Pandemi  
COVID-19 terhadap Indeks Harga Saham  
Gabungan (IHSG) di Indonesia Tahun  
2020-2025

**Nama Mahasiswa** : Ageng Jufitasari

**Nomor Induk Mahasiswa** : 2211021022

**Program Studi** : Ekonomi Pembangunan

**Fakultas** : Ekonomi dan Bisnis



**MENYETUJUI**

1. **Komisi Pembimbing**

**Dr. Tiara Nirmala, S.E., M.Sc**  
NIP 198406152008122004

**MENGETAHUI**

2. **Ketua Jurusan Ekonomi Pembangunan**

**Dr. Arivina Ratih Y.T, S.E., M.M.**  
NIP 198007052006042002

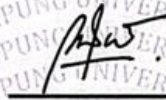
**MENGESAHKAN**

**1. Tim Penguji**

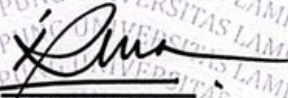
**Ketua : Dr. Tiara Nirmala, S.E., M.Sc**



**Penguji I : Nurbetty Herlina Sitorus, S.E., M.Si.**



**Penguji II : Irma Febriana MK, S.E., M.Si.**



**2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis**



**Prof. Dr. Nainobi, S.E., M.Si. NIP. 196606211990031003**

**Tanggal Lulus Ujian Skripsi : 02 Juni 2026**

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Nama : Ageng Julitasari  
Nomor Induk Mahasiswa : 2211021022  
Program Studi : S1 Ekonomi Pembangunan  
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis  
Judul Skripsi : Analisis Dampak Ketidakpastian  
Ekonomi Global dan Domestik,  
Risiko Volatilitas Pasar Global,  
serta Pandemi COVID-19  
terhadap Indeks Harga Saham  
Gabungan (IHSG) di Indonesia  
Tahun 2020-2025

Dengan ini menyatakan bahwa skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri, dan dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian dari orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau symbol yang menunjukkan gagasan atau pemikiran dari peneliti lain tanpa pengakuan peneliti aslinya. Apabila kemudian hari terbukti pernyataan ini tidak benar, maka saya sebagai penulis bertanggung jawab penuh jika terdapat pelanggaran tersebut.

Bandar Lampung, 09 Juni 2026

Penulis

  
Ageng Julitasari

## RIWAYAT HIDUP



Penulis bernama Ageng Julitasari lahir pada tanggal 13 September 2005 di Kec. Ketapang, Kab. Lampung Selatan, Provinsi Lampung. Penulis lahir sebagai anak kedua dari tiga bersaudara dari pasangan Bapak Hariyanto dan Ibu Saniyem.

Penulis memulai pendidikan pertama kali di TK Paud Andriyani, Ketapang pada tahun 2009. Kemudian penulis melanjutkan Sekolah Dasar di SD N 2 Ketapang, dan tamat pada tahun 2016. Kemudian melanjutkan pendidikan di SMP N 1 Ketapang tamat pada tahun 2019. Lalu melanjutkan pendidikan di SMA Kebangsaan dan tamat pada tahun 2022. Selama masa sekolah di SMA penulis mengikuti Organisasi *English Club* dan OSN.

Pada tahun 2022 penulis terdaftar pada salah satu Perguruan Tinggi Negeri Jurusan Ekonomi Pembangunan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung. Selama menjadi mahasiswa penulis aktif mengikuti organisasi kegiatan di dalam kampus. Penulis mengikuti *Economic English Club* (EEC). Dan pada tahun 2025 penulis juga melaksanakan kegiatan Kuliah Kerja Nyata (KKN) di Desa Putra Buyut, Kecamatan Gunung Sugih, Kabupaten Lampung Tengah selama 30 hari.

## **MOTTO**

*“Allah does not burden a soul beyond that it can bear”*

*(Q.S Al-Baqarah: 286)*

*“It’s time for you to get real about life and sort out who you really are”*

*(Saturn Returns Interlude, Ariana Grande)*

*“If you want what you want so badly, the only way you can look is forward. There is no looking back”*

*(The Wizard Liz)*

*“Make it happen girl. Shock everyone”*

*(Ageng Julita)*

## PERSEMBAHAN



*Dengan penuh rasa syukur kepada Allah SWT,  
Kupersembahkan karya sederhana ini kepada kedua orang tuaku sebagai tanda  
bakti, hormat dan rasa terima kasih yang tidak terhingga, kepada:*

*Kedua Orang Tuaku Tercinta*

***Mama (Saniyem)***

***Bapak (Hariyanto)***

*Serta*

***Almamater Tercinta***

***Universitas Lampung***

***Fakultas Ekonomi dan Bisnis Jurusan Ekonomi Pembangunan***

*Semoga karya ini dapat memberikan manfaat bagi banyak pihak.*

## SANWACANA

Puji syukur kehadiran Allah SWT Yang Maha Pengasih dan Maha Penyayang yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “Analisis Dampak Ketidakpastian Ekonomi Global dan Domestik, Risiko Volatilitas Pasar Global, serta Pandemi COVID-19 terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia Tahun 2020-2025” sebagai syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah memberikan bimbingan, dukungan, dan bantuan dalam proses penyelesaian skripsi ini. Sebagai wujud rasa hormat dan penghargaan, dengan segala kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
2. Ibu Dr. Arivina Ratih Y.T, S.E., M.M. selaku Ketua Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Ibu Dr. Tiara Nirmala, S.E., M.Sc. selaku Dosen Pembimbing Skripsi yang telah meluangkan waktu untuk membimbing dengan penuh kesabaran, memberikan saran, dan dukungan dalam menyelesaikan skripsi ini.
4. Ibu Nurbetty Herlina Sitorus, S.E., M.Si. selaku Dosen Penguji I yang telah menyediakan waktu dan pikirannya untuk memberikan masukan, nasihat, dan saran yang membangun dalam proses penyelesaian skripsi ini.
5. Ibu Irma Febriana MK, S.E., M.Si. selaku Dosen Penguji II yang telah menyediakan waktu dan pikirannya untuk memberikan masukan, nasihat, dan saran yang membangun dalam proses penyelesaian skripsi ini.

6. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si. selaku dosen Pembimbing Akademik yang telah banyak meluangkan waktu untuk memberikan motivasi, nasihat dan bantuannya selama proses pendidikan penulis di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
7. Seluruh dosen fakultas Ekonomi dan Bisnis yang telah memberikan ilmu dan pelajaran yang bermanfaat selama perkuliahan penulis.
8. Seluruh Karyawan/Staf Fakultas Ekonomi dan Bisnis yang telah membantu penulis menjadi mahasiswa di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
9. Kedua orang tua tersayang, Mama (Saniyem) dan Bapak (Hariyanto). Teruntuk mama dan bapak, meskipun Mama dan Bapak tidak sempat merasakan pendidikan dibangku perkuliahan, namun terimakasih karena selalu senantiasa memberikan yang terbaik, tak kenal lelah mendoakan, mengusahakan, memberikan dukungan baik secara moral maupun finansial, serta memprioritaskan pendidikan dan kebahagiaan anak-anaknya. Terima kasih atas setiap doa yang tidak pernah putus, setiap pengorbanan yang tidak pernah dihitung, dan setiap perjuangan yang sering kali tidak sempat penulis lihat sepenuhnya. Terima kasih karena tetap bertahan dalam segala keadaan demi memastikan penulis bisa sampai di titik ini. Skripsi ini bukan hanya tentang gelar sarjana, tetapi tentang air mata, lelah, harapan, dan kasih sayang kalian yang selalu menjadi alasan penulis untuk terus melangkah. Maaf jika selama proses ini masih banyak sikap dan perkataan yang mengecewakan. Namun percayalah, setiap usaha yang penulis lakukan sampai hari ini adalah bentuk kecil dari keinginan penulis untuk membanggakan mama dan bapak. Semoga karya sederhana ini dapat menjadi hadiah kecil atas semua cinta yang telah kalian berikan dengan tulus tanpa syarat. Semoga Allah SWT selalu memberikan kesehatan, kebahagiaan, dan umur panjang kepada Mama dan bapak. Penulis bangga dan bersyukur terlahir sebagai anak kalian.
10. Teristimewa pula untuk Kakakku Wahyu Kurniawan dan Tenti Windiyanti, adikku Kelvin Kurniawan. Terima kasih untuk selalu hadir menjadi bagian dari perjalanan hidupku sampai di titik ini. Untuk kakak dan adikku, terima kasih atas dukungan, perhatian, canda, dan semangat yang selalu diberikan, bahkan di saat aku merasa lelah dan ingin menyerah. Kehadiran kalian selalu menjadi tempat pulang dan

penguat dalam setiap proses yang aku jalani. Dan untuk ponakan-ponakanku tersayang, Devan dan Aiza terima kasih sudah menjadi sumber kebahagiaan dengan tawa kecil dan tingkah lucu kalian yang sering membuat lelah ini terasa lebih ringan. Semoga kelak kalian tumbuh menjadi anak-anak hebat dan bisa menggapai cita-cita yang kalian impikan. Semoga kebersamaan, kasih sayang, dan hubungan keluarga ini selalu terjaga sampai kapan pun.

11. Sahabat-sahabat seperjuanganku sedari kecil hingga sekarang, Fitria Puspita, Bestari dan Sari rahayu, terima kasih atas kebersamaannya serta telah menjadi rumah berkumpul yang hangat, kompak, menyenangkan dan selalu ada untuk satu sama lain. Suka maupun duka telah dilalui bersama dalam proses pendewasaan diri sejak menempuh pendidikan di bangku sekolah, semoga kedepannya selalu bahagia, bersama selamanya.
12. Kepada Teman-teman Kamar 1, Syakinah, Tribuana, Syartika, Alya, Tricia, Rintan dan Osi. Terima kasih karena sudah menjadi sahabat penulis sejak kelas 10 SMA hingga sekarang, terimakasih untuk setiap cerita, canda receh, dan doa-doa yang mengiringi langkah kita sampai sejauh ini. Kamar 1 bukan sekedar tempat pulang, melainkan saksi tumbuhnya mimpi dan proses menjadi sarjana. Semoga langkah kita ke depan tetap searah, meski nanti jalan hidup membawa ke tujuan yang berbeda.
13. Para teman seperjuangan *Introvert Girls*, Julita, Anandha Putry, Nadia Aprillia, Silfira Annisa, Nanda Amelia, Klara Lushanda, dan Anastasya. Terima kasih karena selalu membersamai sedari awal masa perkuliahan dan juga dalam proses penulisan karya tulis ini, terima kasih karena selalu memberikan saran, semangat, kebersamaan dan juga bantuannya selama ini.
14. Rekan-rekan Jurusan Ekonomi Pembangunan Angkatan 2022 yang tidak dapat saya tuliskan satu per satu, terima kasih atas dukungan dan kebersamaannya.
15. Semua pihak yang turut membantu dalam penyelesaian skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Terima kasih atas doa, dukungan dan semangatnya.
16. Terakhir, karya sederhana ini kupersembahkan untuk diriku sendiri “Ageng Julitasari”. Terima kasih karena sudah mampu bertahan sejauh ini, melewati

banyak rasa lelah, kecewa, takut, dan tekanan yang sering kali dipendam sendiri. Terima kasih karena tidak memilih menyerah, meskipun ada banyak hari yang terasa berat untuk dijalani. Semua proses, air mata, dan perjuangan yang dilalui akhirnya membawa diri ini sampai pada titik yang pernah menjadi doa dan harapan. Maaf karena selama ini terlalu sering memaksa diri untuk kuat dan terlalu keras pada diri sendiri. Namun hari ini, izinkan diri ini merasa bangga karena telah berhasil menyelesaikan satu langkah penting dalam hidup. Semoga gelar ini bukan menjadi akhir, tetapi awal dari perjalanan panjang untuk menjadi pribadi yang lebih baik, lebih kuat, dan lebih bermanfaat bagi banyak orang. Terima kasih sudah bertahan. Aku bangga pada diriku sendiri.

Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat dan berguna bagi kita semua. Aamiin Ya Rabbal'aalamin.

Bandar Lampung, 09 Juni 2026

Penulis

Ageng Julitasari

## DAFTAR ISI

<b>DAFTAR ISI.....</b>	<b>i</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>iv</b>
<b>DAFTAR GAMBAR .....</b>	<b>v</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN .....</b>	<b>vi</b>
<b>I. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1. Latar Belakang.....</b>	<b>1</b>
<b>1.2. Rumusan Masalah .....</b>	<b>20</b>
<b>1.3. Tujuan Penelitian .....</b>	<b>20</b>
<b>1.4. Manfaat Penelitian .....</b>	<b>21</b>
<b>II. TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>22</b>
<b>2.1. Tinjauan Teoritis.....</b>	<b>22</b>
2.1.1 <i>Liquidity Preference and Capital Market theory (LCPM)</i> .....	22
2.1.2 <i>Financial Contagion Theory</i> .....	23
2.1.3 <i>Uncertainty–Investment Theory</i> (Abel, 1983 & Bloom, 2009).....	25
2.1.4 <i>Rational Expectations</i> (Muth, 1961).....	28
2.1.5 <i>Portfolio Balance Theory</i> (Branson, 1983) .....	30
2.1.6 <i>Investasi</i> .....	32
2.1.7 <i>Indeks Saham</i> .....	34
2.1.8 <i>EPU (Economic Policy Uncertainty)</i> .....	35
<b>2.2. Tinjauan Empiris .....</b>	<b>39</b>
<b>2.3. Kerangka Pemikiran .....</b>	<b>43</b>
<b>2.4. Keterkaitan Antar Variabel.....</b>	<b>46</b>
2.4.1 Pengaruh ketidakpastian ekonomi Global terhadap IHSG .....	46
2.4.2 Pengaruh ketidakpastian ekonomi Domestik terhadap IHSG .....	47
2.4.3 Pengaruh Volatilitas pasar Global terhadap IHSG .....	47
2.4.4 Pengaruh Pandemi COVID-19 terhadap IHSG .....	48
<b>2.5. Rumusan Hipotesis .....</b>	<b>49</b>
<b>III. METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>50</b>

<b>3.1.</b>	<b>Jenis dan Sumber Data .....</b>	<b>50</b>
<b>3.2.</b>	<b>Batasan Variabel .....</b>	<b>51</b>
<b>3.3.</b>	<b>Definisi Operasional Variabel .....</b>	<b>52</b>
3.3.1	Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) .....	52
3.3.2	Economic Policy Uncertainty ( <i>EPU</i> ) <i>Global</i> .....	53
3.3.3	Economic Policy Uncertainty (EPU) Indonesia .....	53
3.3.4	Volatilitas Global .....	54
3.3.5	COVID-19.....	54
<b>3.4.</b>	<b>Teknik Analisis Data.....</b>	<b>55</b>
3.4.1	Uji Stasioneritas.....	56
3.4.2	Penentuan Lag Optimum .....	56
3.4.3	Uji Stabilitas Model VAR .....	57
3.4.4	Uji Kointegrasi Johansen .....	57
3.4.5	Uji <i>Granger Causality</i> .....	58
3.4.6	Estimasi Model <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM) .....	59
3.4.7	<i>Impulse Response Function</i> (IRF) .....	60
3.4.8	<i>Variance Decomposition</i> .....	60
<b>IV.</b>	<b>HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>61</b>
<b>4.1</b>	<b>HASIL PENELITIAN .....</b>	<b>61</b>
4.1.1	Hasil uji stationeritas .....	61
4.1.2	Hasil Uji Lag Optimum.....	63
4.1.3	Hasil Uji Stabilitas Model VAR.....	64
4.1.4	Hasil Uji kointegrasi.....	65
4.1.5	Hasil uji <i>Granger Causality</i> .....	66
4.1.6	Hasil Estimasi <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM) .....	72
4.1.7	Hasil Uji IRF ( <i>Impulse Response Function</i> ).....	75
4.1.8	Hasil Uji <i>Variance Decomposition</i> .....	81
<b>4.2</b>	<b>PEMBAHASAN .....</b>	<b>84</b>
4.2.1	Pengaruh EPU Global terhadap IHSG .....	84
4.2.2	Pengaruh EPU Indonesia terhadap IHSG .....	84
4.2.3	Pengaruh Volatilitas Global terhadap IHSG .....	85

4.2.4 Pengaruh COVID-19 terhadap IHSG.....	85
4.2.5 Mekanisme Penyesuaian Menuju Keseimbangan Jangka Panjang (ECT) .....	86
<b>V. SIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>87</b>
<b>5.1 SIMPULAN .....</b>	<b>87</b>
<b>5.2 SARAN .....</b>	<b>88</b>
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>90</b>
<b>LAMPIRAN .....</b>	<b>97</b>

**DAFTAR TABEL**

Tabel 1. Penelitian Terdahulu .....	39
Tabel 2. Batasan Variabel.....	52
Tabel 3. Hasil Uji Stationer melalui ADF-test pada Tingkat Level .....	61
Tabel 4. Hasil Uji Stationer melalui ADF-test pada Tingkat First Difference .....	62
Tabel 5. Hasil penentuan Lag Optimum .....	64
Tabel 6. Hasil Uji Stabilitas Model VAR .....	64
Tabel 7. Hasil Uji Kointegrasi Johansen .....	65
Tabel 8. Hasil Uji Granger Causality .....	66
Tabel 9. Hasil Estimasi VECM Jangka pendek .....	73
Tabel 10. Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang .....	74
Tabel 11. Nilai Impulse Response Function Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).....	75
Tabel 12. Hasil Uji Variance Decomposition Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).....	82

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. EPU Indeks Global (2020-2025) .....	6
Gambar 2. EPU Indeks Indonesia 2020-2025 .....	9
Gambar 3. Volatility Index 2020-2025 .....	13
Gambar 4. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) 2020-2025 .....	18
Gambar 5. Kerangka Pemikiran .....	46
Gambar 6. Grafik Analisis IRF IHSG terhadap Ketidakpastian Ekonomi Global	77
Gambar 7. Grafik Analisis IRF IHSG terhadap Ketidakpastian Ekonomi Domestik(Indonesia) .....	78
Gambar 8. Grafik Analisis IRF IHSG terhadap Volatilitas Pasar Global .....	79
Gambar 9. Grafik Analisis IRF IHSG terhadap Pandemi Covid-19 .....	80

**DAFTAR LAMPIRAN**

Lampiran 1. Tabel Seluruh Data Penelitian.....	98
Lampiran 2. Hasil Uji Stationeritas.....	100
Lampiran 3. Hasil Uji Lag Optimum .....	110
Lampiran 4. Hasil Uji Stabilitas VAR.....	111
Lampiran 5. Hasil Uji Kointegrasi .....	112
Lampiran 6. Hasil Uji Granger Causality .....	113
Lampiran 7. Hasil Estimasi Vector Error Correction Model (VECM) .....	114
Lampiran 8. Hasil IRF (Impulse Response Fuction) .....	116
Lampiran 9. Hasil Uji Variace Decomposition.....	119

## I. PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

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 investor menjadi faktor penting yang menentukan dinamika harga aset. Perubahan persepsi terhadap risiko dan ketidakpastian dapat memengaruhi keputusan investasi serta pergerakan pasar saham karena investor akan menyesuaikan portofolionya berdasarkan informasi dan ekspektasi terhadap kondisi ekonomi di masa depan (Fama, 1970; Muth, 1961; Baker et al., 2020; Phan et al., 2021).

Salah satu faktor yang semakin mendapat perhatian dalam literatur ekonomi adalah ketidakpastian ekonomi. Ketidakpastian ekonomi digunakan untuk menggambarkan tingkat ketidakjelasan arah ekonomi yang dihadapi oleh pelaku ekonomi. Ketidakpastian mencerminkan kondisi di mana rumah tangga, perusahaan, dan investor mengalami kesulitan dalam memprediksi kepastian arah ekonomi di masa depan, seperti yang terjadi pada periode 2020 sampai 2025, banyak peristiwa seperti Perang Israel-Palestina, Perang Rusia-Ukraina, Inflasi Global, Pandemi Covid-19, dan dinamika politik.

Ketidakpastian ekonomi global merujuk pada kondisi di mana pelaku ekonomi di seluruh dunia menghadapi ketidakjelasan mengenai arah kebijakan ekonomi internasional di masa depan. Konsep ini diukur menggunakan indeks *Economic Policy Uncertainty* (EPU) Global yang dikembangkan oleh Baker, Bloom, dan Davis (2016). Indeks EPU Global dibangun berdasarkan frekuensi pemberitaan terkait kebijakan ekonomi di media besar dari berbagai negara, ketidakpastian dalam proyeksi fiskal, serta perbedaan pendapat di antara para ekonom mengenai kondisi makroekonomi ke depan. Semakin tinggi nilai indeks EPU Global, semakin besar tingkat ketidakpastian yang dirasakan oleh pelaku pasar di tingkat internasional.

Dalam era globalisasi, ketidakpastian ekonomi tidak lagi bersifat lokal, melainkan dapat menyebar secara cepat ke seluruh dunia melalui mekanisme integrasi pasar keuangan dan perdagangan internasional. Peristiwa-peristiwa besar yang meningkatkan EPU Global antara lain krisis keuangan global 2008, perang dagang Amerika Serikat-China, pandemi COVID-19, serta konflik geopolitik seperti perang Rusia-Ukraina. Peristiwa-peristiwa tersebut menunjukkan bahwa ketidakpastian global bersifat fluktuatif dan sangat responsif terhadap gejolak ekonomi dan politik di tingkat internasional.

Ketidakpastian ekonomi global menjadi variabel penting karena Indonesia merupakan negara dengan sistem perekonomian terbuka yang terintegrasi dengan pasar keuangan internasional. Perubahan kondisi ekonomi global dapat memengaruhi aliran modal internasional, perdagangan, dan sentimen investor terhadap pasar negara berkembang, termasuk Indonesia.

Peningkatan ketidakpastian ekonomi global yang disebabkan oleh konflik geopolitik, krisis ekonomi, kebijakan moneter negara maju, maupun perlambatan ekonomi dunia dapat meningkatkan persepsi risiko investor. Kondisi tersebut mendorong investor global untuk mengurangi investasi

pada aset berisiko dan mengalihkan dana ke aset yang lebih aman. Akibatnya, pasar saham Indonesia berpotensi mengalami tekanan melalui terjadinya capital outflow yang dapat menurunkan IHSG. Oleh karena itu, ketidakpastian ekonomi global dianggap mampu merepresentasikan faktor eksternal yang memiliki pengaruh signifikan terhadap stabilitas pasar modal Indonesia.

Indeks EPU dikembangkan oleh Scott R. Baker, Nicholas Bloom, dan Steven J. Davis (2016), yang mengukur ketidakpastian berdasarkan frekuensi pemberitaan terkait kebijakan ekonomi di media, ketidakpastian dalam proyeksi fiskal, serta perbedaan pandangan ekonom terhadap kondisi ekonomi. Semakin tinggi nilai indeks EPU, semakin tinggi tingkat ketidakpastian yang dirasakan dalam perekonomian.

Dalam praktiknya, EPU menjadi indikator penting karena ketidakpastian kebijakan dapat memengaruhi perilaku pelaku ekonomi secara signifikan. Ketika ketidakpastian meningkat, perusahaan cenderung menunda investasi, rumah tangga menahan konsumsi, dan investor menjadi lebih berhati-hati dalam menempatkan dananya. Kondisi ini tidak hanya berdampak pada aktivitas ekonomi riil, tetapi juga pada pasar keuangan, khususnya pasar saham, yang sangat sensitif terhadap perubahan ekspektasi dan persepsi risiko (Bloom, 2009; Baker et al., 2016).

Secara teoritis, ketidakpastian memiliki hubungan yang erat dengan keputusan investasi dan dinamika pasar keuangan. Dalam kerangka *Uncertainty–Investment Theory*, Nicholas Bloom (2009) menjelaskan bahwa peningkatan ketidakpastian akan mendorong pelaku ekonomi untuk menunda keputusan investasi (*wait and see behavior*), karena risiko yang dihadapi menjadi lebih tinggi. Ketidakpastian meningkatkan nilai opsi untuk menunggu (*option value of waiting*), sehingga perusahaan dan investor cenderung menahan keputusan hingga informasi menjadi lebih jelas. Dalam konteks pasar saham, perilaku ini menyebabkan penurunan permintaan terhadap saham dan berdampak pada penurunan harga saham secara agregat.

Selain itu, ketidakpastian 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.

Lebih lanjut, hubungan antara ketidakpastian kebijakan dan pasar saham juga dapat dijelaskan melalui teori *Liquidity Preference and Capital Market* (LCPM), yang menyatakan bahwa dalam kondisi ketidakpastian tinggi, investor cenderung meningkatkan preferensi terhadap likuiditas. Kondisi ini menyebabkan terjadinya pergeseran portofolio dari aset berisiko seperti saham ke aset yang lebih likuid dan aman. Fenomena ini dikenal sebagai *flight to quality*, yang pada akhirnya menyebabkan penurunan harga saham dan meningkatnya volatilitas pasar (Keynes, 1936; Pastor & Veronesi, 2012).

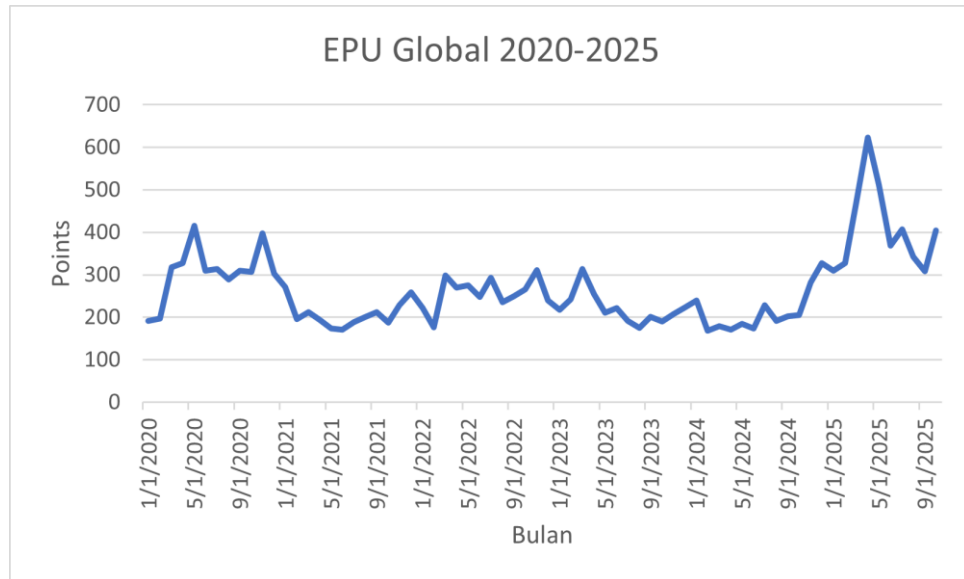
Secara empiris, berbagai penelitian menunjukkan bahwa EPU memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pasar saham. Baker et al. (2016) menemukan bahwa peningkatan EPU berkorelasi dengan meningkatnya volatilitas pasar saham dan penurunan return. Pastor dan Veronesi (2012) juga menunjukkan bahwa ketidakpastian kebijakan dapat meningkatkan risiko sistematis di pasar saham, sehingga memengaruhi valuasi aset. Selain itu, penelitian oleh Bloom (2009) menunjukkan bahwa lonjakan ketidakpastian (*uncertainty shocks*) dapat menyebabkan penurunan aktivitas ekonomi dan pasar keuangan dalam jangka pendek. Hasil-hasil penelitian tersebut menegaskan bahwa EPU merupakan salah satu determinan penting dalam menjelaskan dinamika pasar saham.

Ketidakpastian ekonomi global berpengaruh negatif terhadap IHSG melalui beberapa mekanisme transmisi. Ketika ketidakpastian global meningkat, investor asing cenderung menarik dananya dari pasar negara berkembang, termasuk Indonesia, dan mengalihkannya ke aset yang dianggap lebih aman seperti obligasi pemerintah Amerika Serikat atau emas. Fenomena ini dikenal sebagai *flight to quality* atau *risk-off behavior*, hal ini menyebabkan terjadinya *capital outflow*, yang berdampak pada penurunan likuiditas dan tekanan terhadap pasar saham di negara berkembang, termasuk Indonesia (Forbes & Warnock, 2012; Rey, 2015).

Peningkatan ketidakpastian ekonomi global juga memengaruhi ekspektasi investor domestik. Berdasarkan teori ekspektasi rasional (Muth, 1961), investor membentuk keputusan investasi berdasarkan informasi yang tersedia, termasuk kondisi ketidakpastian global. Ketika ketidakpastian global meningkat, ekspektasi terhadap kinerja perekonomian domestik ikut memburuk, sehingga mendorong investor untuk mengurangi kepemilikan saham dan menekan IHSG.

Selain itu, melalui jalur perdagangan internasional, ketidakpastian ekonomi global dapat mengurangi permintaan ekspor Indonesia, yang pada akhirnya berdampak pada penurunan pendapatan perusahaan dan melemahnya kinerja pasar saham. Dengan demikian, EPU Global menjadi salah satu variabel penting yang perlu diteliti pengaruhnya terhadap IHSG, terutama pada periode 2020-2025 yang penuh dengan gejolak ketidakpastian global.

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).



Sumber : *economicpolicyuncertainty.com*

Gambar 1. EPU Indeks Global (2020-2025)

Data EPU global yang diperoleh melalui situs *economicpolicyuncertainty.com* menggunakan skala indeks yang telah dinormalisasi dengan nilai dasar (*baseline*) sebesar 100. Dengan demikian, fluktuasi ketidakpastian global tercermin dalam pergerakan indeks yang umumnya berada pada kisaran 100 hingga di atas 500.

Nilai EPU global yang rendah hingga menengah menunjukkan kondisi stabilitas kebijakan global yang relatif baik, sedangkan peningkatan indeks mencerminkan adanya tekanan global seperti krisis ekonomi, konflik geopolitik, perubahan kebijakan moneter, maupun gangguan ekonomi global lainnya. Kondisi ini berpotensi memberikan dampak negatif bagi pasar negara berkembang, termasuk Indonesia, melalui peningkatan volatilitas dan arus modal keluar.

Grafik EPU global periode 2020-2025 menunjukkan pergerakan yang fluktuatif dengan beberapa lonjakan signifikan. Pada tahun 2020, indeks meningkat tajam hingga di atas 400, yang mencerminkan tingginya ketidakpastian global akibat pandemi COVID-19. Memasuki tahun 2021, indeks cenderung menurun ke kisaran 170-300, mengindikasikan mulai meredanya ketidakpastian seiring pemulihan ekonomi global.

Pada tahun 2022, EPU Global kembali meningkat dan berfluktuasi di kisaran 200-300, yang dipengaruhi oleh konflik geopolitik seperti perang Rusia–Ukraina serta tekanan inflasi global. Memasuki tahun 2023, indeks masih menunjukkan dinamika serupa dengan kecenderungan fluktuatif akibat kebijakan pengetatan moneter global dan ketidakpastian ekonomi di beberapa negara besar.

Pada tahun 2024, indeks relatif berada pada level yang lebih rendah di kisaran 170-230, mencerminkan kondisi yang lebih stabil meskipun masih terdapat risiko global. Namun, pada akhir 2024 hingga tahun 2025, terjadi lonjakan signifikan hingga mencapai lebih dari 600 sebelum kembali menurun ke kisaran 300-400. Lonjakan ini mengindikasikan peningkatan ketidakpastian global yang cukup tinggi, yang kemungkinan dipicu oleh dinamika geopolitik, kebijakan ekonomi negara maju, serta ekspektasi terhadap kondisi ekonomi global ke depan.

Secara keseluruhan, perkembangan EPU Global periode 2020-2025 menunjukkan bahwa ketidakpastian global bersifat fluktuatif dengan lonjakan pada periode krisis atau tekanan global. Hal ini menegaskan bahwa faktor eksternal memiliki peran penting dalam memengaruhi stabilitas pasar keuangan, termasuk pasar modal Indonesia, melalui berbagai saluran seperti perdagangan internasional, aliran modal, dan transmisi kebijakan ekonomi global.

Di Indonesia, pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap IHSG menjadi semakin relevan mengingat tingginya keterbukaan pasar modal terhadap investasi asing. Perubahan sentimen global dapat dengan cepat memengaruhi aliran modal dan pergerakan IHSG. Selain itu, ketidakpastian kebijakan domestik juga berperan penting dalam membentuk persepsi risiko investor. Ketidakjelasan arah kebijakan fiskal, perubahan regulasi, serta dinamika politik dapat meningkatkan ketidakpastian dan memengaruhi keputusan investasi di pasar saham.

Ketidakpastian ekonomi domestik merujuk pada kondisi di mana pelaku ekonomi di dalam negeri menghadapi ketidakjelasan mengenai arah kebijakan ekonomi nasional di masa yang akan datang. Di Indonesia, ketidakpastian ini dapat bersumber dari berbagai faktor, antara lain perubahan kebijakan fiskal, ketidakjelasan arah kebijakan moneter Bank Indonesia, perubahan regulasi investasi, dinamika politik menjelang pemilihan umum, serta ketidakstabilan nilai tukar rupiah. Indeks EPU Indonesia yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari *Federal Reserve Economic Data* (FRED) yang mengukur frekuensi pemberitaan terkait ketidakpastian kebijakan ekonomi di media nasional Indonesia.

Berbeda dengan EPU Global yang menggunakan nilai indeks yang dinormalisasi dengan baseline 100, EPU Indonesia menggunakan pendekatan berbasis frekuensi kata dalam pemberitaan media tanpa normalisasi, sehingga menghasilkan rentang nilai yang lebih kecil, yaitu antara 0 hingga 1. Nilai EPU Indonesia yang mendekati nol mencerminkan kondisi kebijakan domestik yang relatif stabil dan dapat diprediksi, sementara nilai yang mendekati 1 menunjukkan tingginya tingkat ketidakpastian kebijakan yang dihadapi oleh pelaku ekonomi dalam negeri.

Ketidakpastian ekonomi domestik dipilih sebagai variabel dalam penelitian ini karena kondisi ekonomi dalam negeri merupakan faktor yang secara langsung memengaruhi keputusan investasi investor domestik maupun asing. Ketidakjelasan kebijakan fiskal, perubahan regulasi investasi, kebijakan perpajakan, kondisi politik, maupun arah kebijakan ekonomi pemerintah dapat meningkatkan ketidakpastian di pasar keuangan. Investor akan cenderung menunda investasi apabila prospek ekonomi sulit diprediksi.

Pada periode penelitian 2020–2025, Indonesia menghadapi berbagai dinamika seperti pemulihan pasca pandemi, perubahan kebijakan ekonomi, serta Pemilu 2024 yang berpotensi meningkatkan ketidakpastian ekonomi domestik. Oleh karena itu, variabel ini menjadi penting untuk dianalisis

guna mengetahui seberapa besar pengaruh faktor internal terhadap pergerakan IHSG.



Sumber : [fred.stlouisfed.org](http://fred.stlouisfed.org).

Gambar 2. EPU Indeks Indonesia 2020-2025

Berdasarkan gambar grafik di atas, nilai indeks EPU mencerminkan tingkat ketidakpastian kebijakan ekonomi yang dirasakan oleh pelaku pasar. Semakin tinggi nilainya, semakin besar ketidakpastian yang terjadi. Dalam konteks Indonesia, nilai di bawah 0,30 menunjukkan kondisi relatif stabil, kisaran 0,30-0,60 mencerminkan ketidakpastian moderat, sedangkan nilai di atas 0,60 menunjukkan ketidakpastian tinggi. Grafik menunjukkan perkembangan EPU Indonesia periode 2020 hingga awal 2025 yang cenderung fluktuatif. Pada tahun 2020, indeks berada di sekitar 0,19 dan menurun tajam hingga mendekati 0,06, mencerminkan kondisi yang relatif stabil setelah respons awal terhadap pandemi COVID-19. Memasuki tahun 2021, indeks meningkat secara bertahap hingga kisaran 0,15 seiring dengan proses pemulihan ekonomi.

Pada tahun 2022, indeks sempat meningkat hingga sekitar 0,22 sebelum kembali turun ke sekitar 0,07, yang dipengaruhi oleh dinamika global seperti inflasi dan kenaikan suku bunga. Tahun 2023 menunjukkan pola serupa, dengan kenaikan hingga sekitar 0,24, diikuti penurunan dan peningkatan kembali di akhir tahun.

Pada tahun 2024, indeks relatif stabil di kisaran 0,20-0,22, namun mengalami lonjakan signifikan pada akhir tahun hingga awal 2025 mencapai sekitar 0,52. Kenaikan ini mengindikasikan meningkatnya ketidakpastian, yang kemungkinan terkait dengan dinamika politik dan ekspektasi perubahan kebijakan pasca Pemilu 2024. Secara keseluruhan, EPU Indonesia selama periode 2020-2025 menunjukkan pola fluktuatif dengan peningkatan pada momen tertentu, menegaskan bahwa ketidakpastian kebijakan dipengaruhi oleh faktor global maupun domestik.

Selain EPU, faktor lain yang dinilai berpengaruh terhadap pergerakan IHSG adalah volatilitas global. Volatilitas pasar global dalam penelitian ini diukur menggunakan *CBOE Volatility Index (VIX)*, yang merupakan indeks yang diterbitkan oleh *Chicago Board Options Exchange (CBOE)*. VIX mengukur ekspektasi volatilitas pasar keuangan global dalam jangka pendek, yang dihitung berdasarkan pergerakan harga opsi pada indeks saham S&P 500 untuk 30 hari ke depan. Indeks ini mencerminkan persepsi risiko dan kekhawatiran pelaku pasar terhadap kondisi keuangan global di masa mendatang, sehingga VIX sering disebut sebagai *fear index* atau indeks ketakutan pasar (Whaley, 2000).

Volatilitas pasar global yang diproksikan dengan Volatility Index (VIX) dipilih karena merupakan salah satu indikator yang paling sering digunakan oleh investor internasional untuk mengukur tingkat ketidakpastian dan risiko pasar keuangan global. VIX dikenal sebagai *fear index* karena mencerminkan tingkat kekhawatiran investor terhadap kondisi pasar di masa depan. Ketika VIX meningkat, investor cenderung mengurangi kepemilikan aset berisiko seperti saham dan beralih ke aset yang lebih aman.

Karena pasar modal Indonesia memiliki keterkaitan yang kuat dengan pasar keuangan global, perubahan VIX dapat memengaruhi aliran modal asing dan sentimen investor di Bursa Efek Indonesia. Oleh sebab itu, VIX dipilih untuk menangkap pengaruh sentimen risiko global yang tidak dapat dijelaskan sepenuhnya oleh indikator ketidakpastian ekonomi.

VIX berpengaruh negatif terhadap IHSG melalui mekanisme transmisi risiko global. Ketika nilai VIX meningkat, investor global menginterpretasikannya sebagai sinyal meningkatnya risiko di pasar keuangan internasional. Respons yang umum terjadi adalah penarikan dana secara besar-besaran dari aset berisiko di negara berkembang, termasuk Indonesia, dan pengalihan ke instrumen yang lebih aman seperti obligasi pemerintah Amerika Serikat atau emas. Arus keluar modal (*capital outflow*) yang terjadi akibat peningkatan VIX ini berdampak langsung pada penurunan likuiditas pasar saham Indonesia dan menekan IHSG ke level yang lebih rendah.

Selain itu, peningkatan VIX juga mencerminkan meningkatnya volatilitas di pasar keuangan global, yang dapat menular ke pasar saham Indonesia melalui mekanisme *contagion effect*. Dalam kondisi pasar yang semakin terintegrasi secara global, gejolak di pasar Amerika Serikat dapat dengan cepat menyebar ke pasar saham di Asia, termasuk Indonesia. Oleh karena itu, VIX dipilih sebagai salah satu variabel dalam penelitian ini karena kemampuannya untuk menangkap dimensi risiko dan volatilitas pasar global yang tidak sepenuhnya tercermin dalam indeks EPU.

Nilai VIX yang rendah, umumnya di bawah 20, mencerminkan kondisi pasar yang relatif tenang dan stabil. Nilai VIX pada kisaran 20 hingga 30 menunjukkan adanya volatilitas moderat, sementara nilai di atas 30 mengindikasikan tingkat ketidakpastian yang tinggi dan meningkatnya risiko di pasar keuangan global. Sebagai contoh, pada awal tahun 2020 saat pandemi COVID-19 mulai menyebar secara global, nilai VIX melonjak tajam hingga mendekati angka 80, salah satu level tertinggi dalam sejarah yang mencerminkan kepanikan luar biasa di kalangan investor global.

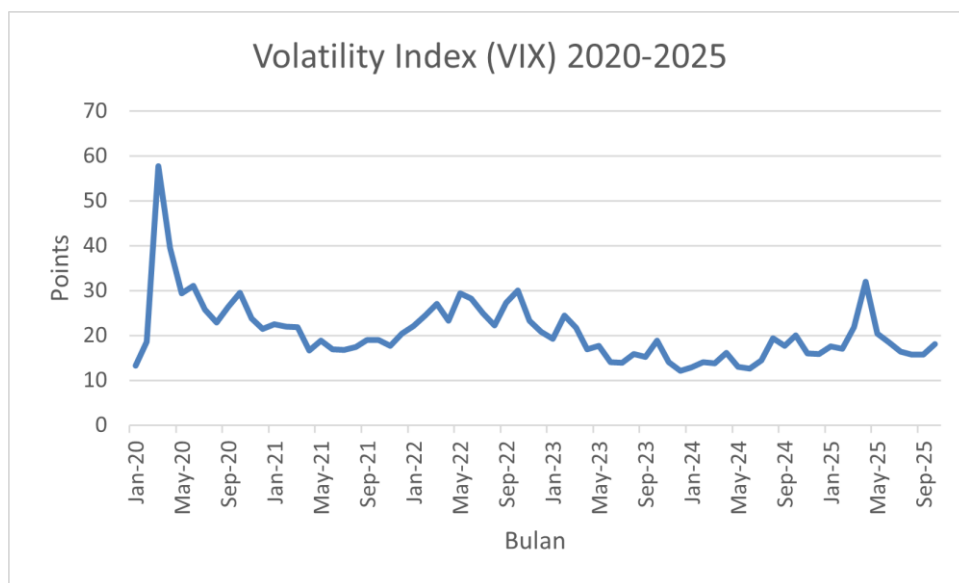
VIX tidak hanya mencerminkan kondisi pasar Amerika Serikat, tetapi juga digunakan secara luas sebagai proksi untuk mengukur sentimen risiko di tingkat global. Hal ini disebabkan oleh peran dominan pasar keuangan Amerika Serikat dalam sistem keuangan internasional, sehingga perubahan VIX memiliki dampak yang signifikan terhadap pasar keuangan di seluruh dunia, termasuk pasar saham Indonesia.

Dalam konteks pasar keuangan internasional, VIX berperan sebagai indikator penting dalam menggambarkan sentimen risiko global. Ketika nilai VIX meningkat, investor global cenderung menghindari aset berisiko dan mengalihkan portofolionya ke instrumen yang lebih aman, seperti obligasi pemerintah atau aset lindung nilai. Fenomena ini dikenal sebagai *flight to quality* atau *risk-off behavior*, yang mencerminkan meningkatnya preferensi investor terhadap keamanan dibandingkan potensi keuntungan (Bekaert et al., 2013; Forbes & Warnock, 2012).

Pengaruh VIX terhadap pasar saham di negara berkembang, termasuk Indonesia, menjadi sangat relevan mengingat tingginya integrasi pasar keuangan global. Peningkatan VIX dapat memicu arus keluar modal (*capital outflow*) dari negara berkembang akibat meningkatnya persepsi risiko global. Kondisi ini berdampak pada penurunan likuiditas pasar dan tekanan terhadap harga saham, yang pada akhirnya menyebabkan pelemahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Sebaliknya, penurunan VIX mencerminkan kondisi pasar global yang lebih stabil dan dapat mendorong masuknya aliran modal ke pasar negara berkembang, sehingga memberikan dampak positif terhadap pergerakan IHSG (Rey, 2015; Miranda-Agrippino & Rey, 2020).

Dengan demikian, VIX dapat dipandang sebagai indikator yang melengkapi EPU dalam menjelaskan dinamika ketidakpastian global. Jika EPU mencerminkan ketidakpastian yang berasal dari kebijakan ekonomi, maka VIX merepresentasikan ketidakpastian yang tercermin langsung dari perilaku pasar keuangan. Kombinasi keduanya memberikan gambaran yang

lebih komprehensif mengenai bagaimana ketidakpastian global memengaruhi perilaku investor dan kinerja pasar saham, khususnya IHSG.



Sumber : [fred.stlouisfed.org](http://fred.stlouisfed.org)

Gambar 3. Volatility Index 2020-2025

Semakin tinggi nilai VIX, semakin tinggi tingkat volatilitas dan ketidakpastian yang diantisipasi oleh pelaku pasar. Sebaliknya, nilai VIX yang rendah menunjukkan kondisi pasar yang relatif stabil. Secara umum, nilai VIX di bawah 20 mencerminkan kondisi pasar yang tenang, kisaran 20-30 menunjukkan volatilitas moderat, sedangkan nilai di atas 30 mengindikasikan tingkat ketidakpastian yang tinggi dan meningkatnya risiko pasar. Grafik VIX periode 2020-2025 menunjukkan pola pergerakan yang fluktuatif dengan beberapa lonjakan signifikan. Pada awal tahun 2020, indeks mengalami lonjakan tajam hingga mendekati 60, yang mencerminkan tingginya kepanikan pasar akibat pandemi COVID-19. Setelah itu, nilai VIX menurun secara bertahap sepanjang tahun 2020 hingga berada pada kisaran 20-30 seiring dengan mulai stabilnya kondisi pasar.

Memasuki tahun 2021, VIX cenderung berada pada level yang lebih rendah, yaitu di kisaran 15-20, yang menunjukkan kondisi pasar yang relatif stabil meskipun masih terdapat ketidakpastian terbatas. Pada tahun 2022, indeks

kembali mengalami peningkatan hingga mendekati 30, yang dipengaruhi oleh tekanan inflasi global, kebijakan pengetatan moneter, serta konflik geopolitik seperti perang Rusia–Ukraina.

Selanjutnya, pada tahun 2023, VIX cenderung menurun dan bergerak di kisaran 13-20, mencerminkan kondisi pasar yang relatif lebih stabil dibandingkan tahun sebelumnya. Tren ini berlanjut pada sebagian besar tahun 2024, meskipun terdapat beberapa kenaikan moderat yang menunjukkan adanya sentimen ketidakpastian yang masih muncul secara temporer.

Namun, pada awal tahun 2025, terjadi lonjakan VIX hingga di atas 30 sebelum kembali menurun ke kisaran 15-20. Lonjakan ini mengindikasikan meningkatnya kekhawatiran investor terhadap kondisi ekonomi global, yang kemungkinan dipicu oleh dinamika kebijakan moneter, ketegangan geopolitik, maupun ekspektasi perlambatan ekonomi global. Pergerakan VIX periode 2020-2025 menunjukkan bahwa volatilitas pasar global sangat responsif terhadap shock ekonomi dan geopolitik. Hal ini menjadikan VIX sebagai indikator penting dalam menangkap sentimen risiko global yang juga berpotensi memengaruhi pasar keuangan negara berkembang, termasuk Indonesia.

Selain ketidakpastian ekonomi dan Volatilitas pasar global, pandemi Covid-19 juga diduga berpengaruh terhadap pergerakan IHSG. Pandemi COVID-19 merupakan krisis kesehatan global yang disebabkan oleh virus SARS-CoV-2, yang pertama kali terdeteksi di Wuhan, China pada akhir tahun 2019 dan kemudian menyebar ke seluruh dunia pada awal tahun 2020. Pada bulan Maret 2020, Organisasi Kesehatan Dunia (WHO) secara resmi menetapkan COVID-19 sebagai pandemi global. Di Indonesia, kasus pertama COVID-19 dikonfirmasi pada 2 Maret 2020, yang kemudian diikuti oleh kebijakan pembatasan sosial berskala besar (PSBB) dan berbagai langkah restriksi ekonomi lainnya.

Dalam penelitian ini, pandemi COVID-19 direpresentasikan sebagai variabel dummy, yaitu variabel biner yang bernilai 1 untuk periode saat pandemi berlangsung dan 0 untuk periode sebelum atau sesudah pandemi. Pendekatan ini digunakan karena pandemi COVID-19 merupakan peristiwa diskrit (*discrete event*) yang memiliki dampak yang berbeda secara struktural terhadap perekonomian dan pasar keuangan dibandingkan dengan kondisi normal.

Pandemi COVID-19 memberikan dampak ekonomi yang sangat besar dan belum pernah terjadi sebelumnya dalam skala global. Aktivitas ekonomi lumpuh akibat kebijakan lockdown dan pembatasan mobilitas, rantai pasok global terganggu, tingkat pengangguran melonjak, dan konsumsi rumah tangga turun drastis. Di pasar keuangan, pandemi memicu kepanikan investor secara masif yang tercermin dalam penurunan tajam indeks saham di seluruh dunia.

Pandemi COVID-19 dipilih sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi IHSG pada penelitian ini karena merupakan salah satu guncangan ekonomi terbesar yang terjadi pada periode penelitian. Pandemi tidak hanya memengaruhi sektor kesehatan, tetapi juga menimbulkan gangguan besar terhadap aktivitas ekonomi, perdagangan internasional, investasi, dan pasar keuangan.

Pada awal pandemi tahun 2020, IHSG mengalami penurunan yang signifikan akibat meningkatnya kepanikan pasar dan ketidakpastian ekonomi. Selain itu, pandemi juga mendorong berbagai perubahan kebijakan ekonomi baik di tingkat global maupun domestik. Karena penelitian ini menggunakan periode 2020–2025, maka pandemi COVID-19 menjadi faktor yang tidak dapat diabaikan dalam menjelaskan pergerakan IHSG. Oleh karena itu, variabel COVID-19 dimasukkan untuk menangkap dampak guncangan luar biasa (*extraordinary shock*) yang terjadi selama periode penelitian.

Pandemi COVID-19 berpengaruh negatif terhadap IHSG melalui beberapa saluran transmisi. Pertama, pengumuman kasus pertama COVID-19 di Indonesia pada Maret 2020 langsung memicu kepanikan di pasar saham. IHSG mengalami penurunan drastis dari level sekitar 6.300 pada awal 2020 hingga jatuh ke kisaran 3.900 pada Maret 2020 (penurunan lebih dari 37% hanya dalam waktu beberapa pekan) yang merupakan salah satu penurunan terparah dalam sejarah pasar saham Indonesia.

Kedua, pandemi menyebabkan penurunan tajam pada kinerja korporasi. Sektor-sektor seperti pariwisata, perhotelan, transportasi, dan ritel mengalami tekanan luar biasa akibat pembatasan aktivitas, yang berimbas pada penurunan laba perusahaan dan melemahnya valuasi saham di BEI. Ketiga, pandemi mendorong terjadinya *capital outflow* besar-besaran dari pasar negara berkembang, termasuk Indonesia, karena investor asing mengalihkan dananya ke aset yang lebih aman di tengah ketidakpastian yang ekstrem. Keempat, pandemi secara signifikan meningkatkan ketidakpastian ekonomi global maupun domestik, yang pada akhirnya menekan ekspektasi investor dan memengaruhi pergerakan IHSG secara negatif. Variabel pandemi COVID-19 dimasukkan dalam penelitian ini untuk menangkap dampak struktural dari peristiwa luar biasa ini terhadap kinerja pasar saham Indonesia.

Berbagai bentuk ketidakpastian, risiko ekonomi dan Pandemi yang terjadi baik efeknya secara Global maupun domestik pada akhirnya akan tercermin dalam aktivitas perdagangan di pasar modal. Perubahan persepsi risiko investor akibat ketidakpastian ekonomi global, ketidakpastian ekonomi domestik, volatilitas pasar global, maupun pandemi COVID-19 dapat memengaruhi permintaan dan penawaran saham, yang selanjutnya tercermin pada pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Oleh karena itu, pembahasan mengenai IHSG menjadi penting sebagai variabel yang digunakan untuk merepresentasikan kondisi pasar saham Indonesia.

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau *Jakarta Composite Index* (JCI) merupakan indikator utama yang digunakan untuk mengukur kinerja keseluruhan pasar saham Indonesia. IHSG pertama kali diperkenalkan oleh Bursa Efek Jakarta (sekarang Bursa Efek Indonesia/BEI) pada tanggal 1 April 1983 dengan nilai awal 100. IHSG dihitung berdasarkan rata-rata tertimbang harga seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, sehingga pergerakannya mencerminkan kondisi pasar saham secara agregat.

Secara konseptual, IHSG berfungsi sebagai cermin kondisi perekonomian nasional dan mencerminkan ekspektasi pelaku pasar terhadap prospek ekonomi di masa depan. Kenaikan IHSG umumnya mencerminkan meningkatnya optimisme investor terhadap kondisi ekonomi, membaiknya kinerja korporasi, dan meningkatnya kepercayaan terhadap stabilitas pasar. Sebaliknya, penurunan IHSG mencerminkan meningkatnya ketidakpastian, memburuknya sentimen investor, atau terjadinya guncangan ekonomi baik dari dalam maupun luar negeri.

IHSG dalam penelitian ini berperan sebagai variabel dependen, yaitu variabel yang dipengaruhi oleh keempat variabel independen yang telah dijelaskan di atas. Pemilihan IHSG sebagai variabel dependen didasarkan pada pertimbangan bahwa IHSG merupakan indikator yang paling representatif untuk menggambarkan kinerja pasar modal Indonesia secara keseluruhan, dan sangat sensitif terhadap perubahan kondisi ekonomi baik di tingkat domestik maupun global.

Selain itu, IHSG memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap perubahan sentimen investor, aliran modal, kebijakan ekonomi, dan berbagai guncangan ekonomi lainnya. Oleh karena itu, IHSG dianggap sebagai indikator yang tepat untuk mengukur dampak ketidakpastian ekonomi global dan domestik, volatilitas pasar global, serta pandemi COVID-19 terhadap pasar keuangan Indonesia.

Dalam kerangka teori pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) yang dikemukakan oleh Fama (1970), harga saham yang tercermin dalam IHSG

sudah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar, termasuk informasi mengenai kondisi ketidakpastian ekonomi, tingkat risiko global, maupun peristiwa-peristiwa besar seperti pandemi. Oleh karena itu, perubahan dalam variabel-variabel ketidakpastian ekonomi yang diteliti dalam penelitian ini diharapkan dapat secara langsung dan signifikan memengaruhi pergerakan IHSG sebagai cerminan agregat dari ekspektasi dan sentimen seluruh pelaku pasar saham di Indonesia.



Sumber : *Investing.com*

Gambar 4. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) 2020-2025

Grafik IHSG periode 2020 - 2025 menunjukkan bahwa kinerja pasar saham Indonesia mengalami dinamika yang cukup fluktuatif, dipengaruhi oleh kombinasi faktor global dan domestik. Pada awal tahun 2020, IHSG mengalami penurunan tajam hingga berada di kisaran 4.500 akibat tekanan besar dari pandemi COVID-19 yang memicu kepanikan pasar dan capital outflow secara global. Namun, setelah itu IHSG mulai menunjukkan pemulihan secara bertahap hingga kembali ke kisaran 5.000 - 6.000 pada akhir tahun 2020 seiring dengan stimulus fiskal dan moneter yang diberikan pemerintah dan bank sentral.

Memasuki tahun 2021, IHSG melanjutkan tren penguatan hingga mencapai kisaran 6.000 - 6.200. Kenaikan ini didorong oleh pemulihan ekonomi

domestik, meningkatnya harga komoditas global, serta kembalinya kepercayaan investor terhadap pasar negara berkembang, termasuk Indonesia.

Pada tahun 2022, IHSG menunjukkan kinerja yang cukup kuat dan sempat mencapai level tertinggi mendekati 7.300. Penguatan ini didukung oleh boom komoditas, terutama batubara dan minyak sawit, serta arus masuk modal asing. Namun, memasuki tahun 2023, IHSG bergerak lebih fluktuatif di kisaran 6.500-7.000 akibat tekanan eksternal seperti kebijakan pengetatan moneter oleh The Federal Reserve, ketidakpastian ekonomi global, serta melemahnya harga komoditas. Selain itu, sentimen domestik menjelang Pemilu 2024 turut meningkatkan kehati-hatian investor.

Pada tahun 2024, IHSG masih menunjukkan volatilitas dengan kecenderungan menguat terbatas. Meskipun sempat mengalami kenaikan hingga di atas 7.500, indeks juga mengalami koreksi akibat arus keluar modal asing dan ketidakpastian global yang masih berlangsung. Memasuki tahun 2025, IHSG kembali menunjukkan tren penguatan yang signifikan hingga menembus level di atas 8.000, mencerminkan meningkatnya optimisme pasar terhadap stabilitas ekonomi domestik dan prospek pertumbuhan ke depan.

Secara keseluruhan, pergerakan IHSG periode 2020-2025 menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia sangat sensitif terhadap perubahan sentimen global dan domestik. Faktor eksternal seperti kebijakan moneter global, harga komoditas, dan kondisi geopolitik, serta faktor internal seperti kebijakan pemerintah, suku bunga Bank Indonesia, dan stabilitas politik, memiliki peran penting dalam menentukan arah pergerakan IHSG.

Globalisasi pasar modal menyebabkan peristiwa ekonomi global turut memengaruhi pasar domestik. Hal ini terjadi karena adanya integrasi pasar keuangan antar negara yang memungkinkan terjadinya arus modal lintas negara secara cepat (*International Monetary Fund*, 2020). Selain itu, dampak global terhadap perekonomian domestik dapat ditransmisikan

melalui beberapa jalur seperti perdagangan internasional, pasar keuangan, dan inflasi impor (*World Bank*, 2022). Perubahan kondisi global juga memengaruhi perilaku investor asing, yang dapat menyebabkan terjadinya *capital inflow* maupun *outflow* di pasar saham Indonesia (Forbes & Warnock, 2012).

Kondisi ini berdampak langsung pada pergerakan IHSG karena investor asing memiliki kontribusi signifikan dalam aktivitas perdagangan di Bursa Efek Indonesia (Bank Indonesia, 2023). Temuan tersebut menegaskan bahwa IHSG tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi domestik, tetapi juga sangat terintegrasi dengan dinamika pasar global, sehingga rentan terhadap perubahan ketidakpastian ekonomi dan kebijakan baik di tingkat nasional maupun internasional.

## **1.2. Rumusan Masalah**

1. Bagaimana pengaruh ketidakpastian ekonomi global terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025?
2. Bagaimana pengaruh ketidakpastian ekonomi domestik terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025?
3. Bagaimana pengaruh Volatilitas pasar Global terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025?
4. Bagaimana pengaruh Pandemi Covid-19 terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025?

## **1.3. Tujuan Penelitian**

1. Untuk mengetahui pengaruh ketidakpastian ekonomi global terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025.
2. Untuk mengetahui pengaruh ketidakpastian ekonomi domestik terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025.
3. Untuk mengetahui pengaruh Volatilitas pasar Global terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025

4. Untuk mengetahui pengaruh Pandemi Covid-19 terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025

#### **1.4. Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

##### **1. Manfaat Teoretis**

- Menambah literatur dan referensi akademik mengenai hubungan antara ketidakpastian kebijakan ekonomi dan kinerja pasar modal, khususnya di Indonesia.
- Memberikan kontribusi empiris terhadap pengembangan penelitian ekonomi keuangan dengan pendekatan error correction model (ECM).

##### **2. Manfaat Praktis**

- Bagi pembaca, hasil penelitian ini dapat menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal Indonesia ketika menghadapi kondisi ketidakpastian ekonomi global maupun domestik.
- Bagi akademisi, penelitian ini dapat dijadikan referensi bagi penelitian selanjutnya yang mengkaji isu serupa dengan pendekatan maupun periode yang berbeda.

## II. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1. Tinjauan Teoritis

#### 2.1.1 *Liquidity Preference and Capital Market theory (LCPM)*

*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).

Peningkatan preferensi likuiditas ini menyebabkan pergeseran portofolio dari saham ke aset aman seperti obligasi, yang dikenal sebagai *flight to quality*. Akibatnya, permintaan saham menurun, harga saham tertekan, dan indeks pasar seperti IHSG melemah. Selain itu, peningkatan likuiditas juga berkaitan dengan perubahan suku bunga yang memengaruhi keputusan investasi antar aset (Mishkin, 2019).

Dalam konteks *Economic Policy Uncertainty* (EPU), peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi mendorong investor mengurangi eksposur terhadap aset berisiko dan meningkatkan kepemilikan aset likuid. Kondisi ini dapat memicu *capital outflow* dari pasar negara berkembang, termasuk Indonesia, sehingga memberikan tekanan pada IHSG (Forbes & Warnock, 2012).

Dengan demikian, teori LCPM menjelaskan bahwa peningkatan ketidakpastian akan meningkatkan preferensi likuiditas, mendorong pergeseran portofolio ke aset aman, dan berdampak negatif terhadap pergerakan IHSG.

### **2.1.2 *Financial Contagion Theory***

*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.

Konsep ini biasanya digunakan untuk menjelaskan kenapa krisis keuangan di suatu negara dapat berdampak cepat ke negara lain, misalnya:

- Krisis Asia 1997–1998 yang bermula di Thailand menyebar ke Indonesia, Malaysia, dan Korea Selatan.
- Krisis global 2008 yang bermula di AS menyebar ke seluruh dunia melalui pasar saham dan sistem keuangan.

Menurut Dornbusch, Park, dan Claessens (2000), contagion terjadi ketika pergerakan harga aset atau arus modal di suatu negara memengaruhi negara lain secara signifikan, melebihi hubungan fundamental ekonomi yang biasa.

Ada beberapa saluran yang menyebabkan terjadinya financial contagion:

- 1) Pasar keuangan global (*stock market linkages*), jika investor internasional menarik dana dari satu negara, mereka cenderung juga menarik dana dari negara lain (efek panik kolektif).
- 2) Perdagangan internasional (*trade linkages*), krisis di negara mitra dagang besar menurunkan permintaan ekspor negara lain.
- 3) Ekspektasi dan psikologis investor (*investor sentiment*), jika satu negara mengalami krisis, investor menjadi takut risiko (*risk-off mode*), menyebabkan penurunan pasar saham di negara lain.
- 4) Integrasi keuangan internasional, semakin terbuka pasar modal suatu negara terhadap investasi asing, semakin cepat efek contagion menyebar.

EPU Global merepresentasikan bentuk shock dari luar negeri misalnya kebijakan suku bunga *The Fed*, krisis energi, atau perang Rusia-Ukraina yang bisa menular ke pasar keuangan Indonesia melalui mekanisme *contagion*. Dampak tersebut terlihat dalam pergerakan IHSG, karena investor asing dan domestik merespons ketidakpastian global dengan menarik atau menambah investasi mereka. Teori ini membantu menjelaskan mengapa pasar saham Indonesia tidak hanya dipengaruhi faktor internal (domestik), tetapi juga oleh faktor eksternal global.

### 2.1.3 *Uncertainty–Investment Theory* (Abel, 1983 & Bloom, 2009)

*Uncertainty Investment Theory* merupakan salah satu teori fundamental dalam kajian ekonomi makro dan keuangan yang menjelaskan bagaimana ketidakpastian (*uncertainty*) memengaruhi keputusan investasi oleh pelaku usaha serta perilaku investor di pasar modal. Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Abel (1983), yang menekankan bahwa ketidakpastian ekonomi memiliki dampak signifikan terhadap keputusan investasi, terutama karena sifat investasi yang umumnya *irreversible* atau sulit dibatalkan. Konsep ini kemudian dikembangkan lebih lanjut oleh Bloom (2009) melalui gagasan mengenai *uncertainty shocks*, yaitu lonjakan ketidakpastian yang secara tiba-tiba menyebabkan aktivitas investasi melemah. Secara umum, teori ini berpandangan bahwa semakin tinggi tingkat ketidakpastian, semakin besar kecenderungan pelaku ekonomi untuk menunda atau mengurangi investasi, baik dalam bentuk investasi fisik maupun investasi finansial seperti saham.

Pada dasarnya, investasi yang dilakukan perusahaan sering kali melibatkan biaya yang besar dan tidak dapat dipulihkan kembali (*sunk cost*). Karena sifat investasi yang tidak dapat dibalikkan ini, perusahaan memiliki insentif untuk meminimalkan risiko kesalahan keputusan, terutama ketika kondisi ekonomi tidak dapat diprediksi dengan baik. Abel (1983) menjelaskan bahwa keputusan investasi mirip dengan “opsi” dalam keuangan, di mana perusahaan memiliki opsi untuk menunggu hingga informasi yang lebih lengkap tersedia. Selama ketidakpastian meningkat, nilai dari menunda investasi (*value of waiting*) menjadi lebih tinggi dibandingkan dengan manfaat melakukan investasi segera. Hal ini menunjukkan bahwa ketidakpastian berfungsi sebagai penunda aktivitas investasi, bukan sekadar mengurangi profitabilitas perusahaan.

Konsep yang diperkenalkan Abel ini diperdalam oleh Bloom (2009) melalui teori *uncertainty shocks*. Bloom menyatakan bahwa ketidakpastian sering kali muncul dalam bentuk guncangan tiba-tiba, seperti krisis finansial, perubahan kebijakan pemerintah, ketegangan geopolitik, atau pandemi. Guncangan ini

menyebabkan meningkatnya volatilitas ekonomi, sehingga perusahaan menjadi lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan jangka panjang. Bloom menemukan bahwa ketika ketidakpastian meningkat secara drastis, perusahaan tidak hanya menunda investasi, tetapi juga menunda perekrutan tenaga kerja, pengembangan kapasitas produksi, serta ekspansi usaha lainnya. Dengan kata lain, ketidakpastian yang meningkat menciptakan perlambatan aktivitas ekonomi yang bersifat menyeluruh.

Selain berdampak pada investasi fisik, ketidakpastian juga berpengaruh kuat terhadap perilaku investor di pasar modal. Pasar saham merupakan sektor yang sangat sensitif terhadap perubahan informasi dan ekspektasi masa depan. Investor cenderung bersikap lebih berhati-hati ketika ketidakpastian meningkat, karena mereka menghadapi risiko yang lebih tinggi terhadap fluktuasi harga aset. Dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi, investor yang bersifat *risk-averse* lebih memilih mengalihkan dana ke instrumen yang lebih aman, seperti obligasi pemerintah atau emas. Fenomena ini dikenal sebagai *flight to quality*, yaitu perpindahan dana besar-besaran dari aset berisiko seperti saham menuju instrumen berisiko rendah. Ketika hal ini terjadi, permintaan terhadap saham menurun sehingga harga saham mengalami penurunan, yang pada akhirnya menekan indeks pasar seperti IHSG.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, teori ini sangat relevan untuk menjelaskan dinamika pergerakan IHSG ketika terjadi peningkatan ketidakpastian baik dari dalam maupun luar negeri. Ketidakpastian global, misalnya kebijakan suku bunga *The Federal Reserve*, konflik geopolitik dapat membuat investor global menarik investasinya dari negara berkembang. Karena investor asing memegang peran penting dalam aktivitas pasar modal Indonesia, *capital outflow* yang terjadi akibat meningkatnya ketidakpastian global dapat menyebabkan penurunan IHSG secara signifikan. Fenomena ini juga dapat dijelaskan melalui *Financial Contagion Theory*, di mana guncangan ekonomi global dapat menyebar ke pasar keuangan negara lain, terutama negara berkembang yang struktur pasar modalnya masih sangat dipengaruhi oleh modal asing.

Di sisi lain, ketidakpastian kebijakan domestik seperti perubahan kebijakan fiskal, moneter, perpajakan, peraturan investasi, maupun dinamika politik menjelang pemilu, juga memiliki dampak yang sama pentingnya terhadap IHSG. Ketika terjadi ketidakpastian di dalam negeri, investor menilai risiko berinvestasi di Indonesia menjadi lebih tinggi. Hal ini membuat mereka menunda keputusan investasi atau bahkan menarik dana dari pasar saham. Kenaikan *Domestic Economic Policy Uncertainty* (EPU) mencerminkan kondisi ini, dan berbagai penelitian empiris menunjukkan bahwa peningkatan EPU domestik berkorelasi dengan penurunan indeks pasar saham. Dengan demikian, ketidakpastian kebijakan domestik juga berperan dalam menekan permintaan saham dan menyebabkan koreksi IHSG.

Selain itu, teori ini dapat dipahami melalui pendekatan matematis sederhana yang menggambarkan bahwa nilai investasi merupakan perbandingan antara manfaat langsung dari investasi dengan nilai ekspektasi jika keputusan tersebut ditunda. Ketika ketidakpastian meningkat, nilai ekspektasi di masa depan menjadi lebih sulit diprediksi dan investor cenderung memperkirakan risiko lebih besar daripada return. Dalam kerangka portofolio, peningkatan ketidakpastian juga direpresentasikan oleh peningkatan volatilitas. Semakin tinggi volatilitas, semakin rendah *risk-adjusted return*, sehingga investor kehilangan minat terhadap aset berisiko. Penurunan minat terhadap saham secara agregat berdampak pada pelemahan indeks harga saham seperti IHSG.

Dengan demikian, *Uncertainty Investment Theory* memberikan landasan teoritis yang kuat untuk memahami hubungan antara ketidakpastian kebijakan ekonomi dan pergerakan IHSG pada periode 2020-2025. Baik ketidakpastian global maupun domestik terbukti memengaruhi perilaku perusahaan dan investor. Ketika ketidakpastian meningkat, perusahaan menunda ekspansi, investor mengurangi permintaan saham, dan pasar modal mengalami tekanan jual. Hal ini menyebabkan indeks harga saham melemah. Oleh karena itu, teori ini menjadi salah satu pilar utama dalam menjelaskan bagaimana *Economic Policy Uncertainty* (EPU) dapat memberikan dampak negatif terhadap kinerja pasar saham Indonesia.

#### 2.1.4 *Rational Expectations* (Muth, 1961)

*Rational Expectations* yang diperkenalkan oleh John F. Muth (1961) merupakan salah satu teori paling berpengaruh dalam ilmu ekonomi modern, terutama dalam menjelaskan bagaimana pelaku ekonomi membentuk ekspektasi terhadap kondisi masa depan. Muth berpendapat bahwa individu, rumah tangga, perusahaan, dan investor tidak membuat keputusan secara sembarangan, melainkan menggunakan seluruh informasi yang tersedia secara optimal. Dengan kata lain, ekspektasi yang dibentuk oleh pelaku ekonomi bersifat rasional dan konsisten dengan model ekonomi yang sebenarnya. Teori ini menentang pandangan sebelumnya yang mengasumsikan bahwa pelaku ekonomi membentuk ekspektasi berdasarkan pola masa lalu atau dugaan subjektif. Sebaliknya, teori ekspektasi rasional menegaskan bahwa keputusan ekonomi bersandar pada analisis logis dan pemahaman yang komprehensif mengenai variabel-variabel yang relevan.

Dalam konteks makroekonomi, teori ini memiliki implikasi yang luas. Pelaku ekonomi akan merespons setiap perubahan kebijakan atau peristiwa ekonomi secara cepat karena mereka mengantisipasi dampaknya terhadap kondisi masa depan. Hal ini berarti bahwa ekspektasi bukan hanya refleksi dari data historis, tetapi merupakan hasil proyeksi rasional terhadap dinamika ekonomi yang berkembang. Dengan demikian, ekspektasi masa depan memengaruhi perilaku ekonomi saat ini, dan perilaku tersebut dapat memengaruhi realisasi variabel ekonomi yang sebenarnya.

Jika diterapkan pada pasar keuangan, *Rational Expectations* menjelaskan bahwa investor membentuk estimasi harga saham, tingkat risiko, dan imbal hasil yang akan datang berdasarkan informasi terbaru yang mereka peroleh. Investor pasar modal dianggap mampu memproses berita ekonomi, kebijakan pemerintah, perubahan regulasi, serta data statistik secara cepat dan efisien. Ketika informasi mengenai kebijakan ekonomi tidak jelas atau bersifat ambigu, para investor akan menilai bahwa ketidakpastian meningkat. Karena investor bersifat *risk-averse*, mereka akan lebih berhati-hati dalam

mengambil keputusan investasi dan cenderung menyesuaikan portofolio mereka untuk mengurangi risiko yang mungkin timbul.

Dalam situasi meningkatnya ketidakpastian kebijakan ekonomi yang tercermin dalam naiknya indeks *Economic Policy Uncertainty* investor akan memperkirakan adanya potensi perubahan dalam kebijakan fiskal, aturan perpajakan, regulasi investasi, ataupun dinamika politik yang dapat memengaruhi stabilitas ekonomi. Ekspektasi rasional membuat investor mengantisipasi dampak kebijakan tersebut sebelum kebijakan itu benar-benar diimplementasikan. Ketika investor memprediksi bahwa risiko ekonomi meningkat, mereka akan melakukan penyesuaian portofolio dengan mengurangi porsi aset berisiko seperti saham, dan meningkatkan investasi pada aset aman seperti obligasi pemerintah, emas, atau mata uang kuat seperti dolar AS.

Penyesuaian portofolio tersebut biasanya diikuti oleh aksi jual yang menyebabkan tekanan pada harga-harga saham. Karena IHSG bersifat agregat dan merupakan gabungan dari ratusan saham, aksi jual yang luas oleh investor domestik maupun asing akan berdampak signifikan terhadap penurunan indeks. Dengan demikian, kenaikan EPU baik global maupun domestic akan langsung tercermin pada pelemahan IHSG melalui mekanisme pembentukan ekspektasi rasional. Investor bertindak berdasarkan ekspektasi masa depan, sehingga gejolak kebijakan hari ini telah memengaruhi pasar bahkan sebelum dampak kebijakan benar-benar terjadi.

Lebih jauh lagi, teori ini menjelaskan bahwa pasar saham tidak hanya bereaksi terhadap perubahan aktual dalam kebijakan, tetapi juga terhadap sinyal atau ekspektasi perubahan tersebut. Misalnya, ketika muncul berita tentang potensi kenaikan suku bunga oleh Bank Indonesia atau *The Federal Reserve*, investor akan langsung menyesuaikan portofolionya meskipun keputusan resmi belum diumumkan. Dalam kerangka ekspektasi rasional, perilaku tersebut dianggap wajar karena para investor tidak menunggu realisasi kebijakan. Mereka segera bertindak berdasarkan proyeksi

dampaknya terhadap biaya modal, profitabilitas perusahaan, nilai tukar, likuiditas pasar, dan kondisi makroekonomi secara umum.

Teori ini juga menegaskan bahwa pasar keuangan bersifat *forward-looking*, yakni lebih fokus pada kondisi ekonomi masa depan daripada kondisi saat ini. Oleh karena itu, indeks EPU menjadi indikator penting bagi investor dalam membentuk ekspektasi rasional. Ketika EPU naik, investor menilai bahwa arah kebijakan ekonomi menjadi kurang dapat diprediksi. Ketidakpastian semacam ini memunculkan risiko terhadap pendapatan perusahaan, kestabilan pasar finansial, dan keseluruhan perekonomian. Ekspektasi negatif tersebut berimplikasi pada meningkatnya volatilitas pasar dan menurunnya minat investor terhadap saham. Akibatnya, IHSG mengalami tekanan dan bergerak turun.

### **2.1.5 *Portfolio Balance Theory* (Branson, 1983)**

*Portfolio Balance Theory* merupakan salah satu teori utama dalam ekonomi internasional dan keuangan yang dikembangkan oleh William Branson dan ekonom lainnya pada awal 1980-an. Teori ini menjelaskan bagaimana investor mengalokasikan portofolionya di antara berbagai jenis aset seperti uang (*money*), obligasi, saham, dan aset asing berdasarkan pertimbangan risiko dan imbal hasil. Inti dari teori ini adalah bahwa perubahan dalam ekspektasi risiko akan memengaruhi struktur portofolio investor, yang pada akhirnya berdampak pada arus modal dan stabilitas pasar keuangan, termasuk pasar saham.

*Portfolio Balance Theory* mengasumsikan bahwa investor tidak sekadar memutuskan investasi berdasarkan return semata, tetapi juga mempertimbangkan tingkat risiko dari masing-masing aset. Dengan demikian, investor selalu berusaha mencari kombinasi aset yang memberikan imbal hasil optimal dengan tingkat risiko yang dapat diterima. Ketika kondisi ekonomi berubah, investor akan menyeimbangkan kembali portofolionya (*portfolio rebalancing*) untuk mengurangi risiko dan meningkatkan keuntungan. Proses inilah yang membuat pasar keuangan sangat sensitif terhadap ketidakpastian kebijakan ekonomi.

Terkait dengan pasar saham, teori ini memberikan pemahaman bahwa setiap perubahan kondisi makroekonomi yang mempengaruhi risiko atau imbal hasil saham akan mengubah komposisi portofolio investor. Investor akan melakukan rebalancing dengan menjual saham dan membeli obligasi. Aksi jual tersebut menyebabkan harga saham turun dan melemahkan indeks pasar seperti IHSG. Fenomena ini sejalan dengan apa yang terjadi selama pengetatan moneter di Indonesia, ketika kenaikan *BI Rate* menyebabkan investor mengalihkan dananya dari saham ke instrumen berbunga.

*Portfolio Balance Theory* juga menjelaskan bahwa perubahan persepsi risiko baik karena ketidakpastian politik, perubahan kebijakan fiskal, maupun kondisi global akan menggerakkan aliran modal lintas negara. Investor global umumnya memiliki preferensi terhadap pasar yang stabil dengan tingkat risiko yang rendah. Ketika risiko di Indonesia meningkat, terutama dalam hal kebijakan ekonomi, investor akan menarik dananya dan memindahkannya ke negara-negara dengan stabilitas yang lebih tinggi. Hal ini menciptakan tekanan tambahan pada pasar saham dan menyebabkan IHSG melemah.

Dalam jangka panjang, teori ini menegaskan bahwa stabilitas makroekonomi adalah faktor penting dalam menjaga stabilitas pasar saham. Negara yang memiliki kebijakan dan dinamika ekonomi yang dapat diprediksi akan menjadi tujuan preferensial bagi investor global. Portofolio investor akan lebih condong kepada aset-aset negara tersebut karena risiko relatif lebih rendah. Sebaliknya, negara dengan tingkat ketidakpastian tinggi akan sering mengalami volatilitas pasar saham yang lebih besar akibat perubahan komposisi portofolio investor.

Dengan demikian, *Portfolio Balance Theory* memberikan landasan teoritis yang kuat untuk menjelaskan bagaimana keputusan investor dalam menyeimbangkan portofolio dapat memengaruhi IHSG. Perubahan ketidakpastian makroekonomi menyebabkan pergeseran dana antar aset domestik dan asing. Pergeseran inilah yang memicu fluktuasi harga saham dan menggerakkan indeks pasar. Teori ini sangat relevan bagi perekonomian

Indonesia, di mana pasar modal sangat dipengaruhi oleh investor asing dan kondisi makroekonomi domestik maupun global.

### **2.1.6 Investasi**

Menurut Jogiyanto (2003:5), investasi dapat dipahami sebagai suatu bentuk penundaan konsumsi pada masa sekarang untuk dialokasikan dalam kegiatan produksi yang dianggap efisien selama periode tertentu. Sementara itu, Tandililin (2001:13) mendefinisikan investasi sebagai suatu komitmen penanaman dana atau sumber daya lain pada saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa depan.

Investasi merupakan salah satu konsep penting dalam ilmu ekonomi, keuangan, dan manajemen yang berkaitan dengan penempatan dana pada berbagai instrumen atau aset dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa mendatang. Secara umum, investasi didefinisikan sebagai komitmen sejumlah dana pada saat ini untuk memperoleh manfaat (*return*) pada waktu yang akan datang. Keputusan investasi sangat penting bagi individu, perusahaan, dan pemerintah, karena investasi menjadi pendorong pertumbuhan ekonomi, ekspansi usaha, serta penciptaan lapangan pekerjaan. Dalam teori ekonomi makro, investasi merupakan salah satu komponen utama dalam pembentukan Produk Domestik Bruto (PDB), sehingga perubahan dalam investasi dapat memengaruhi siklus ekonomi suatu negara.

Dalam konteks keuangan, investasi juga dipahami sebagai penempatan dana pada instrumen finansial seperti saham, obligasi, reksa dana, valuta asing, deposito, hingga aset berisiko seperti komoditas dan derivatif. Investor di pasar modal mengejar return baik berupa capital gain maupun dividen. Keputusan investor dipengaruhi oleh preferensi risiko, ekspektasi return, kondisi makroekonomi, serta informasi yang tersedia di pasar. Oleh karena itu, teori investasi tidak hanya berbicara mengenai investasi fisik di perusahaan, tetapi juga perilaku investor dalam menilai risiko dan potensi keuntungan dari berbagai instrumen keuangan.

Investasi portofolio asing mampu memberikan kontribusi dalam meningkatkan likuiditas pasar modal domestik. Selain itu, *foreign portfolio investment* juga menawarkan kemudahan akses bagi investor, karena mereka dapat berinvestasi tanpa harus terlibat langsung dalam pengelolaan investasi, serta tanpa memiliki kendali atas aset maupun kepemilikan properti. (D Fajarini, T Nirmala, VT Purwaningsih, 2023)

Keputusan investasi pada instrumen saham maupun surat berharga lain selalu diiringi oleh risiko yang berkaitan dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Oleh karena itu, investor senantiasa berupaya menemukan portofolio yang optimal (Rahmah, 2007). Mengingat keputusan investasi berorientasi pada masa depan yang penuh ketidakpastian, maka risiko selalu melekat pada setiap keputusan tersebut (Komara, 2014). Pertimbangan dalam memilih alternatif investasi umumnya berfokus pada dua hal, yaitu memilih investasi yang menawarkan tingkat pengembalian tertinggi dengan risiko yang sama, atau sebaliknya, memilih investasi dengan risiko terendah pada tingkat pengembalian yang sepadan.

Bentuk investasi yang tersedia sangat beragam, masing-masing memiliki karakteristik, risiko, dan tingkat pengembalian yang berbeda. Investor dengan preferensi risiko yang tinggi cenderung memilih jenis investasi yang dapat memberikan peluang keuntungan lebih besar.

Menurut Fahmi dkk. (2009:7), secara umum investasi dapat dibedakan menjadi dua bentuk, yaitu:

- a. Investasi Riil (*Real Investment*), yaitu penanaman modal pada aset berwujud seperti tanah, mesin, atau pabrik.
- b. Investasi Keuangan (*Financial Investment*), yaitu investasi pada instrumen keuangan berupa kontrak tertulis seperti saham biasa (*common stock*) dan obligasi (*bond*). Perbedaan mendasar antara keduanya terletak pada tingkat likuiditas. Investasi riil biasanya kurang likuid karena terkait komitmen jangka panjang, sedangkan investasi finansial lebih mudah diperdagangkan karena dapat dijual kembali kapan saja.

### 2.1.7 Indeks Saham

Downes & Goodman (1994:251) menyatakan bahwa indeks merupakan suatu ukuran statistik yang digunakan untuk melihat perubahan dalam aktivitas ekonomi maupun pasar keuangan. Perubahan tersebut biasanya dinyatakan dalam bentuk persentase terhadap tahun dasar atau periode sebelumnya. Sementara itu, indeks harga saham berfungsi sebagai informasi ringkas mengenai performa pasar saham secara keseluruhan yang diwujudkan dalam suatu ukuran yang disebut indeks pasar saham (*stock market indexes*).

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.

Secara umum, berbagai definisi mengenai indeks harga saham memiliki inti yang sama, yaitu bahwa indeks merupakan alat ukur untuk menggambarkan kondisi perekonomian serta mencerminkan kinerja pasar saham. Oleh karena itu, indeks saham juga dapat dipandang sebagai barometer kesehatan ekonomi suatu negara.

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), yang juga dikenal dengan sebutan *Jakarta Composite Index (JCI)* atau *JSX Composite*, merupakan salah satu indeks utama yang digunakan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Indeks ini pertama kali diperkenalkan pada 1 April 1983 sebagai alat ukur pergerakan harga saham di BEI, mencakup seluruh saham biasa maupun saham preferen yang tercatat. IHSG atau *Composite Stock Price Index (CSPI)* pada dasarnya adalah indeks gabungan yang merepresentasikan seluruh saham yang terdaftar di bursa efek, dan penerbitannya dilakukan oleh BEI. Perhitungannya dilakukan secara berkesinambungan, baik harian maupun setiap detik selama jam perdagangan. sesuai kebutuhan.

Perubahan nilai IHSG terjadi hampir setiap hari yang dipengaruhi oleh dua faktor utama, yaitu:

- 1) Fluktuasi harga pasar saham harian.
- 2) Penambahan jumlah saham beredar, yang dapat berasal dari penerbitan saham baru oleh emiten (emisi baru), pencatatan perusahaan baru di bursa, maupun aksi korporasi (*corporate action*) seperti *stock split*, *rights issue*, penerbitan waran, pembagian dividen saham, saham bonus, hingga konversi saham.

Kebijakan moneter yang lebih ketat juga menjadi faktor yang dapat meningkatkan kewajiban pembayaran bunga perusahaan, sehingga arus kas dan nilai bersih perusahaan menurun. Selain itu, kenaikan suku bunga berpotensi menekan harga saham dan mengurangi nilai perusahaan. Penurunan harga saham yang terjadi secara tidak terduga turut meningkatkan beban utang serta memperparah permasalahan yang dihadapi lembaga pemerintah. (T Nirmala, C Sugiyanto, ME Purnawan, 2025)

### **2.1.8 EPU (*Economic Policy Uncertainty*)**

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.

*Economic Policy Uncertainty* merupakan salah satu konsep penting dalam studi ekonomi modern yang dikembangkan oleh Baker, Bloom, dan Davis (2016). EPU menjelaskan bahwa ketidakpastian terhadap arah kebijakan pemerintah baik kebijakan fiskal, moneter, regulasi perdagangan, perpajakan, keuangan, maupun hubungan internasional dapat menciptakan ketidakstabilan dalam aktivitas ekonomi dan pasar keuangan. Ketidakpastian kebijakan dianggap sebagai salah satu faktor utama yang memengaruhi perilaku pelaku ekonomi, karena arah kebijakan menentukan biaya investasi, tingkat risiko, distribusi pendapatan, dan ekspektasi masa depan perusahaan serta konsumen.

Ketidakpastian kebijakan memiliki peran krusial dalam memengaruhi kinerja ekonomi, terbukti dari melambatnya pertumbuhan di berbagai negara yang menghadapi tingginya ketidakpastian kebijakan. Kekhawatiran terhadap arah kebijakan yang tidak pasti semakin meningkat, terutama yang berkaitan dengan kebijakan ekonomi dan keputusan finansial, seiring dengan perubahan besar yang dibawa oleh globalisasi dan perkembangan teknologi (Baker dkk., 2016).

Karena dunia saling terhubung, peristiwa yang terjadi di suatu wilayah dapat berdampak ke wilayah lain. Kompleksitas sistem global yang semakin meningkat justru memperbesar tingkat ketidakpastian. Berbagai peristiwa besar yang mendapat perhatian media dan akademisi menegaskan bahwa ketidakpastian merupakan isu penting dalam dunia keuangan. Tidak diragukan lagi, ketidakpastian telah menjadi faktor signifikan dalam dinamika ekonomi global (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019).

Pada prinsipnya, EPU muncul ketika pelaku ekonomi tidak dapat memprediksi dengan jelas bagaimana kebijakan pemerintah akan berubah atau diterapkan. Ketidakjelasan ini dapat bersumber dari perdebatan politik, perubahan pemerintahan, konflik geopolitik, krisis ekonomi, pandemi, atau dinamika global yang menimbulkan keraguan terhadap arah kebijakan suatu negara. Dalam situasi ketidakpastian kebijakan, perusahaan cenderung menunda keputusan investasi karena tidak yakin bagaimana kebijakan fiskal

dan moneter akan mempengaruhi keuntungan dan biaya operasional mereka. Demikian pula, konsumen menunda pembelian barang bernilai tinggi karena kekhawatiran terhadap kondisi ekonomi masa depan.

Di pasar keuangan, EPU memiliki pengaruh yang sangat besar karena investor merupakan agen rasional yang sangat sensitif terhadap risiko. Ketika EPU meningkat, risiko berinvestasi dalam saham bertambah karena profitabilitas perusahaan menjadi lebih sulit diprediksi. Investor memperkirakan bahwa ketidakpastian kebijakan dapat memicu fluktuasi harga saham dan risiko ekonomi makro yang lebih tinggi. Dengan demikian, investor cenderung menarik dana dari pasar modal dan mengalihkan aset mereka ke instrumen yang lebih aman seperti obligasi pemerintah, emas, atau mata uang *safe haven*. Fenomena ini dikenal sebagai *flight to safety* atau *flight to quality*.

EPU juga memengaruhi stabilitas pasar modal melalui perubahan ekspektasi investor. Ketika muncul berita tentang ketidakpastian arah kebijakan pemerintah misalnya kemungkinan kenaikan suku bunga, perubahan tarif pajak, revisi regulasi industri, atau kebijakan perdagangan internasional investor segera menilai dampaknya terhadap nilai perusahaan. Ekspektasi negatif menyebabkan terjadinya aksi jual di pasar saham, yang pada akhirnya mendorong penurunan harga saham secara agregat. Penurunan ini tercermin dalam melemahnya indeks pasar seperti IHSG. Oleh karena itu, EPU tidak hanya mempengaruhi variabel makroekonomi, tetapi juga perilaku investor dan volatilitas pasar modal dalam jangka pendek.

Secara empiris, EPU diukur menggunakan indeks yang dikembangkan oleh Baker, Bloom, dan Davis melalui tiga komponen utama: (1) frekuensi berita kebijakan ekonomi pada media massa, (2) ketidakpastian dalam proyeksi pajak dan kebijakan fiskal, dan (3) perbedaan proyeksi ekonom terhadap arah perekonomian. Kombinasi ketiganya menghasilkan indeks EPU yang dipublikasikan secara bulanan dan digunakan secara luas dalam penelitian di berbagai negara, termasuk Indonesia.

EPU dapat dibedakan menjadi dua dimensi:

- 1) EPU Global: mencerminkan ketidakpastian kebijakan ekonomi yang terjadi di tingkat internasional, seperti kebijakan moneter Amerika Serikat (*The Fed*), perang dagang, konflik geopolitik, hingga krisis energi global.
- 2) EPU Domestik: mencerminkan ketidakpastian kebijakan dalam negeri, seperti perubahan kebijakan fiskal, moneter, peraturan investasi, perpajakan, atau dinamika politik domestik.

Faktor Global yang Mempengaruhi IHSG Periode 2020-2025, ditandai dengan tingginya ketidakpastian global:

- 1) Pandemi COVID-19 (2020-2021) : Menimbulkan guncangan ekonomi global, meningkatkan volatilitas pasar, dan memicu capital outflow dari negara berkembang.
- 2) Kebijakan Moneter Global : Kenaikan suku bunga oleh *The Federal Reserve* sejak 2022 menyebabkan arus modal keluar dan menekan pasar saham.
- 3) Perang Rusia-Ukraina (2022) : Mendorong kenaikan harga energi dan inflasi global, sehingga meningkatkan ketidakpastian pasar.
- 4) Ketegangan Geopolitik Global (2023-2025) : Konflik internasional dan ketidakpastian global meningkatkan risiko investasi dan volatilitas pasar.

Faktor Domestik yang Mempengaruhi IHSG (2020-2025). Selain faktor global, ketidakpastian kebijakan domestik juga signifikan, antara lain:

- 1) Kebijakan Fiskal: konsolidasi APBN pasca-pandemi COVID-19, perubahan belanja negara, dan penerimaan pajak.
- 2) Kebijakan Moneter Bank Indonesia: penyesuaian *BI Rate* untuk merespons inflasi global.
- 3) Regulasi Pasar Modal: kebijakan OJK terkait transparansi, aturan emiten, serta kebijakan perdagangan saham.

- 4) Faktor Politik: dinamika menjelang Pemilu 2024 yang meningkatkan risiko ketidakpastian kebijakan.

## 2.2. Tinjauan Empiris

Penelitian ini mengacu pada berbagai studi empiris terdahulu yang berfungsi sebagai dasar analisis sekaligus pembanding. Temuan dari penelitian-penelitian tersebut memberikan ilustrasi nyata mengenai keterkaitan antarvariabel yang diteliti serta metode yang digunakan dalam konteks serupa. Ringkasan beberapa penelitian tersebut disajikan berikut sebagai bahan rujukan ilmiah dalam penyusunan penelitian ini.

Tabel 1. Penelitian Terdahulu

1	Peneliti	Khandokar Istiak, Md Rafayet Alam
	Judul	<i>US economic policy uncertainty spillover on the stock markets of the GCC countries</i>
	Jurnal	Journal of Economic Studies (2020) 47 (1): 36–50. ISSN 0144-3585E-ISSN 1758-7387, <a href="https://doi.org/10.1108/JES-11-2018-0388">https://doi.org/10.1108/JES-11-2018-0388</a>
	Variabel & Metode	Variabel independen: EPU US ( <i>Economic Policy Uncertainty</i> Amerika), Variabel dependen: Indeks saham negara GCC (Arab Saudi, UAE, Kuwait, dll). Metode yang digunakan ; ARDL
	Hasil	Penelitian ini menemukan bahwa peningkatan yang tidak terduga pada <i>Economic Policy Uncertainty</i> (EPU) atau ketidakpastian kebijakan ekonomi Amerika Serikat secara signifikan menurunkan indeks pasar saham di seluruh negara-negara GCC ( <i>Gulf Cooperation Council</i> ). Penelitian ini juga menemukan bahwa hubungan tersebut bersifat simetris, yang berarti indeks pasar saham negara-negara GCC akan mengalami penurunan dan peningkatan dalam besaran yang sama ketika ketidakpastian kebijakan ekonomi Amerika Serikat masing-masing meningkat dan menurun.
2	Peneliti	Faiq Maulana Wafi, Santi Merlinda
	Judul	<i>An Empirical Study on Effect of Macroeconomic and United States Economic Policy Uncertainty on Jakarta Islamic Index Movement in the Indonesian Islamic Capital Market</i>
	Jurnal	Al-Amwal: Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah (2023) Vol 15 :139-158 ISSN: 2303-1573 e-ISSN: 2527-3876

Variabel & Metode	Variabel yang dipakai adalah JII, Inflasi, Nilai Tukar, PDB, EPU US. Metode yang digunakan untuk analisis adalah Vector Error Correction Model (VECM).
Hasil	Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa secara jangka panjang PDB berpengaruh signifikan terhadap Jakarta Islamic Index (JII). Dalam analisis struktural, pergerakan inflasi direspon secara fluktuatif oleh kapitalisasi JII, sedangkan pergerakan nilai tukar (kurs USD/IDR) direspon positif oleh kapitalisasi JII, dan pada pergerakan PDB dan EPU US direspon negatif oleh kapitalisasi JII.
3	Peneliti Judul Jurnal Variabel & Metode Hasil
	Meinisa Fadillah Rahmi, Nasrudin (2022). <i>The Effect of Covid-19 Pandemic on the Risks of Investments in Indonesia: Evidence from the Egarch Model.</i> <i>Bulletin of Monetary Economics and Banking</i> , Vol. 25 No. 4, 2022, pp. 673 - 688, p-ISSN: 1410 8046, e-ISSN: 2460 9196 Return emas, Return saham (Indeks Harga Saham Gabungan/ICI), Return nilai tukar (Rp/USD), Dummy pandemi COVID-19 (nilai 1 untuk Maret 2020–Juli 2021; nilai 0 untuk sebelum pandemi), Stringency Index. Metode : EGARCH Penelitian ini menunjukkan bahwa risiko investasi (dilihat dari volatilitas return) meningkat secara signifikan selama pandemi COVID-19. Ketiga instrumen, emas, saham, dan dolar mengalami peningkatan volatilitas, dengan saham menjadi instrumen paling berisiko, sedangkan emas adalah yang paling stabil, baik sebelum maupun selama pandemi. Sementara itu, nilai tukar rupiah terhadap dolar AS berada di tingkat risiko menengah. Selain itu, semakin ketat kebijakan pemerintah dalam menangani COVID-19 (diukur dengan <i>stringency index</i> ), semakin rendah risiko investasi pada ketiga instrumen tersebut. Artinya, tindakan pemerintah yang tegas mampu mengurangi ketidakpastian pasar.
4	Peneliti Judul Jurnal Variabel & Metode
	K.P. Prabheesh , Solikin M. Juhro, Cicilia A. Harun (2021). <i>Covid-19 Uncertainty and Monetary Policy Responses: Evidence from Emerging Market Economies.</i> <i>Bulletin of Monetary Economics and Banking</i> , Vol. 24 No. 4, 2021, pp. 489 - 516 p-ISSN: 1410 8046, e-ISSN: 2460 9196 Pertumbuhan output, Inflasi, Pertumbuhan kredit, Suku bunga kebijakan, Indeks ketidakpastian, Nilai tukar. Metode : Model <i>Autoregressive Distributed Lag</i> (ARDL) dan Panel ARDL (Pooled Mean Group – PMG).

	Hasil	Penelitian ini menunjukkan bahwa ketidakpastian akibat COVID-19 melemahkan efektivitas kebijakan moneter di sebagian besar negara berkembang. Dampak penurunan suku bunga terhadap inflasi dan output menjadi lemah karena pelaku ekonomi cenderung menunda konsumsi dan investasi. Namun, kebijakan moneter masih efektif dalam mendorong pertumbuhan kredit di beberapa negara. Secara keseluruhan, ketidakpastian tinggi membuat respons terhadap kebijakan moneter menjadi terbatas selama pandemi.
5	Peneliti	Neluka Devpura, Paresh Kumar Narayan, and Navin Perera (2024).
	Judul	<i>Monetary Policy Impact on Stock Returns for Selected South Asian Countries.</i>
	Jurnal	<i>Bulletin of Monetary Economics and Banking</i> , Vol. 27 No. 3, 2024, pp. 397 - 434, p-ISSN: 1410 8046, e-ISSN: 2460 9196
	Variabel & Metode	Return saham, Volatilitas return saham, Suku bunga jangka pendek, Tingkat Treasury Bill, Inflasi (CPI), Jumlah uang beredar, Produksi industri, Nilai tukar terhadap dolar AS, Suku bunga <i>The Fed (US Rate)</i> , Dummy COVID-19. Metode : OLS dan GARCH
	Hasil	Suku bunga jangka pendek (IR) hanya berpengaruh signifikan terhadap return saham di Sri Lanka. <i>Treasury Bill rate</i> (TBILL) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap return saham di semua negara yang diteliti (Bangladesh, India, Pakistan, dan Sri Lanka). Kebijakan moneter tidak berdampak signifikan terhadap volatilitas return saham, kecuali dalam beberapa model di Sri Lanka. Nilai tukar secara konsisten menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap return saham. Efek pandemi COVID-19 tidak terlalu kuat, hanya signifikan dalam beberapa model.
6	Peneliti	Ghulam Sarwar
	Judul	<i>Is VIX an investor fear gauge in BRIC equity markets?</i>
	Jurnal	<i>Journal of multinational financial management</i> , Volume 22, Issue 3, 2012. Pages 55-65 10.1016/j.mulfin.2012.01.003
	Variabel & Metode	variabel independen : VIX (CBOE Volatility Index) variabel independen : Stock market returns di Brazil, Russia, India, China (BRIC)
	Hasil	Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif yang kuat dan terjadi secara bersamaan ( <i>contemporaneous</i> ) antara perubahan harian (inovasi) VIX dan return pasar saham Amerika Serikat. Hubungan ini menjadi lebih kuat ketika nilai VIX berada pada tingkat yang tinggi dan lebih volatil. Hubungan negatif yang signifikan antara VIX dan return saham juga ditemukan di Tiongkok dan Brasil selama

periode 1993-2007, serta di India selama periode 1993-1997. Serupa dengan pasar Amerika Serikat, hubungan negatif yang langsung antara return saham Brasil dan perubahan VIX menjadi jauh lebih kuat ketika VIX berada pada tingkat yang tinggi dan lebih bergejolak.

7	Peneliti Judul  Jurnal  Variabel & Metode  Hasil	KNA Urakhma, H Muharram (2021). <i>Analysis of the Influence of the United States (US) and China Economic Policy Uncertainty (EPU) on Stock Volatility in 5 ASEAN Countries Before and During COVID-19</i>  <i>International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)</i> , Vol. 5, No. 4, Desember 2021, e-ISSN: 2614-1280, 10.29040/ijebar.v5i4.3931  EPU Amerika, EPU china, u indeks saham di negara ASEAN 5 diantaranya Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina. Metode : Regresi dan GARCH.  Hasil uji regresi menunjukkan bahwa sebelum dan selama periode COVID-19 terdapat pengaruh positif EPU Amerika Serikat terhadap volatilitas indeks pasar saham Malaysia, Singapura, dan Thailand sedangkan Indonesia dan Filipina tidak berpengaruh positif. Hasil penelitian EPU China tidak berpengaruh positif terhadap volatilitas indeks pasar saham Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina pada periode sebelum dan selama COVID-19
8	Peneliti Judul  Jurnal  Variabel & Metode  Hasil	Jiqian Wang, Xinjie Lu, Feng He & Feng Ma <i>Which popular predictor is more useful to forecast international stock markets during the coronavirus pandemic: VIX vs EPU?</i>  <i>International Review of Financial Analysis</i> , Elsevier (2020). Vol. 72. ISSN: 1057-5219, E-ISSN: 1873-8079. 10.1016/j.irfa.2020.101596.  VIX dan EPU, Volatilitas 19 indeks saham internasional. Metode yang digunakan: HAR (Heterogeneous Autoregressive) framework dengan out-of-sample analysis.  VIX dan EPU keduanya berpengaruh negatif terhadap pasar saham internasional, namun VIX terbukti lebih kuat sebagai prediktor volatilitas dibandingkan EPU untuk sebagian besar pasar saham, terutama saat pandemi COVID-19
9	Peneliti  Judul  Jurnal	Christian Damara Utomo & Dewi Hanggraeni  <i>The Impact of COVID-19 Pandemic on Stock Market Performance in Indonesia</i>  <i>Journal of Asian Finance, Economics and Business</i> , 2021. Vol. 8, No. 5, hal. 777–784. ISSN: 2288-4637, e-ISSN: 2288-4645. 10.13106/jafeb.2021.vol8.no5.0777

Variabel & Metode	Variabel independen: Pertumbuhan kasus COVID-19 (confirmed cases), kematian akibat COVID-19, kebijakan lockdown. Variabel dependen: Return saham harian perusahaan di BEI (272 perusahaan sektor riil) Metode yang digunakan : <i>Fixed-effects panel data regression</i>
Hasil	Pertumbuhan kasus positif dan kematian COVID-19 berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham Indonesia. Kebijakan lockdown justru berpengaruh positif signifikan terhadap return saham. Sektor properti serta perdagangan, jasa, dan investasi mengalami dampak negatif paling signifikan
10	Peneliti Judul Jurnal
	Shabir Mohsin Hashmi, Muhammad Akram Gilal & Wing-Keung Wong <i>Sustainability of Global Economic Policy and Stock Market Returns in Indonesia</i> Sustainability, MDPI (2021). Vol. 13, No. 10, artikel 5422. ISSN/E-ISSN: 2071-1050, 10.3390/su13105422
Variabel & Metode	Global EPU (ketidakpastian kebijakan ekonomi global), Return pasar saham Indonesia (JKSE/IHSG), Inflasi, harga minyak global, GDP, produksi minyak dunia. Rolling window correlation dan Dynamic Conditional Correlation (DCC), dilengkapi regresi ARDL.
Hasil	Korelasi antara EPU global dan return saham Indonesia bersifat time-varying dan negatif - kenaikan ketidakpastian kebijakan ekonomi di pasar maju berdampak negatif terhadap pasar saham Indonesia

### 2.3. Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini disusun untuk menjelaskan hubungan antara ketidakpastian ekonomi global, ketidakpastian ekonomi domestik, volatilitas pasar global, serta pandemi COVID-19 terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia. Sebagai indikator utama kinerja pasar saham Indonesia, pergerakan IHSG sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi yang berasal dari dalam maupun luar negeri. Dalam pasar keuangan modern, keputusan investasi tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi ekonomi saat ini, tetapi juga oleh ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi di masa depan. Oleh karena itu, meningkatnya ketidakpastian dan risiko ekonomi dapat memengaruhi perilaku investor, aliran modal, serta dinamika pasar saham.

Ketidakpastian ekonomi global merupakan salah satu faktor eksternal yang berpotensi memengaruhi pergerakan IHSG. Berdasarkan *Financial Contagion Theory*, guncangan ekonomi dan keuangan yang terjadi di suatu negara dapat menyebar ke negara lain melalui integrasi pasar keuangan internasional dan arus modal global. Ketika ketidakpastian ekonomi global meningkat, investor cenderung mengurangi kepemilikan aset berisiko dan mengalihkan dana ke aset yang lebih aman. Kondisi tersebut dapat memicu terjadinya *capital outflow* dari pasar modal Indonesia sehingga menurunkan permintaan terhadap saham dan menekan pergerakan IHSG. Temuan Baker et al. (2016) dan Pastor dan Veronesi (2012) menunjukkan bahwa peningkatan ketidakpastian ekonomi dapat meningkatkan persepsi risiko investor dan berdampak negatif terhadap pasar saham. Dengan demikian, ketidakpastian ekonomi global diperkirakan berpengaruh negatif terhadap IHSG.

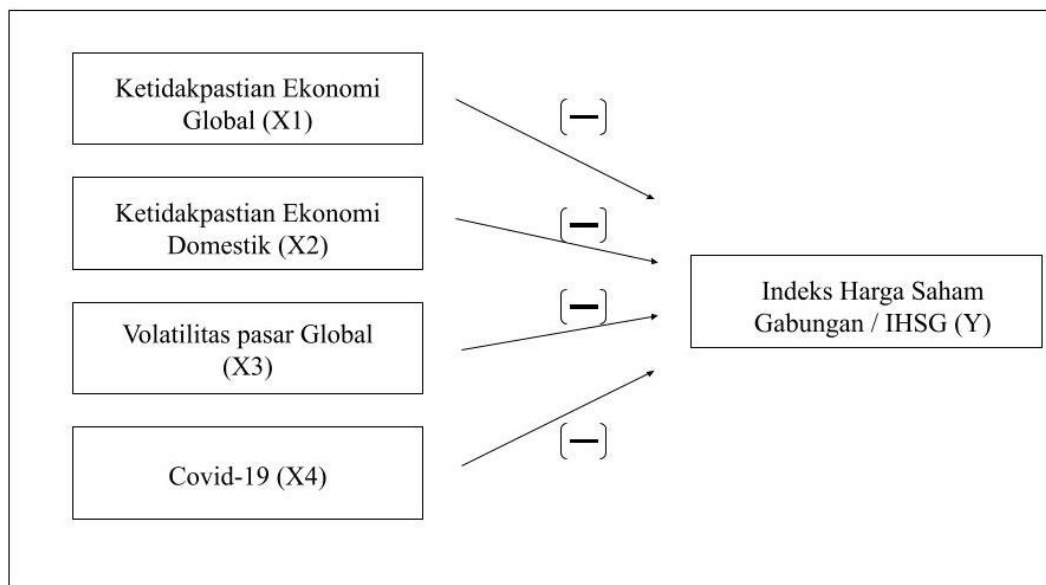
Selain faktor global, ketidakpastian ekonomi domestik juga menjadi faktor penting yang memengaruhi pasar saham Indonesia. Ketidakpastian yang berasal dari perubahan kebijakan fiskal, kebijakan moneter, regulasi investasi, maupun kondisi politik dapat meningkatkan risiko yang dihadapi investor. Berdasarkan *Uncertainty-Investment Theory*, meningkatnya ketidakpastian akan mendorong investor dan pelaku usaha untuk menunda keputusan investasi hingga kondisi menjadi lebih jelas (Bloom, 2009). Sejalan dengan *Rational Expectations Theory*, investor akan membentuk ekspektasi berdasarkan informasi yang tersedia dan merespons ketidakpastian dengan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi (Muth, 1961). Akibatnya, permintaan terhadap saham menurun dan menyebabkan pelemahan IHSG. Oleh karena itu, ketidakpastian ekonomi domestik diperkirakan berpengaruh negatif terhadap IHSG.

Faktor lain yang diduga memengaruhi IHSG adalah volatilitas pasar global yang diprosikan menggunakan *Volatility Index (VIX)*. VIX sering digunakan sebagai indikator tingkat ketidakpastian dan risiko di pasar keuangan global karena mencerminkan persepsi investor terhadap kondisi pasar di masa depan (Whaley, 2000). Berdasarkan *Liquidity Preference Theory*, peningkatan ketidakpastian dan risiko akan mendorong investor untuk meningkatkan preferensi terhadap aset

yang lebih aman dan likuid (Keynes, 1936). Ketika nilai VIX meningkat, investor global cenderung melakukan pengalihan portofolio dari aset berisiko menuju aset yang lebih aman, sehingga aliran modal ke pasar negara berkembang, termasuk Indonesia, menjadi berkurang. Kondisi tersebut dapat menekan pasar saham Indonesia dan menyebabkan penurunan IHSG. Dengan demikian, volatilitas pasar global diperkirakan berpengaruh negatif terhadap IHSG.

Selain ketiga variabel tersebut, pandemi COVID-19 juga menjadi faktor yang relevan dalam menjelaskan pergerakan IHSG selama periode penelitian. Pandemi COVID-19 menyebabkan gangguan terhadap aktivitas ekonomi, perdagangan internasional, investasi, dan pasar keuangan baik di tingkat global maupun domestik. Meningkatnya ketidakpastian selama pandemi menyebabkan investor menjadi lebih berhati-hati dalam menempatkan dananya pada aset berisiko. Berdasarkan *Uncertainty-Investment Theory*, kondisi ketidakpastian yang tinggi dapat menyebabkan investor menunda investasi dan mengurangi kepemilikan saham (Bloom, 2009). Akibatnya, tekanan jual di pasar saham meningkat dan menyebabkan penurunan IHSG. Oleh karena itu, pandemi COVID-19 diperkirakan berpengaruh negatif terhadap IHSG.

Berdasarkan uraian teoritis dan hasil penelitian terdahulu yang telah dipaparkan, ketidakpastian ekonomi global, ketidakpastian ekonomi domestik, volatilitas pasar global, dan pandemi COVID-19 merupakan faktor-faktor yang dapat meningkatkan persepsi risiko investor dan mendorong perpindahan investasi dari aset berisiko menuju aset yang lebih aman. Perubahan perilaku investor tersebut berpotensi menurunkan permintaan terhadap saham dan memberikan tekanan terhadap pasar modal Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini menguji pengaruh ketidakpastian ekonomi global, ketidakpastian ekonomi domestik, volatilitas pasar global, dan pandemi COVID-19 terhadap IHSG yang secara teoritis diperkirakan memiliki hubungan negatif.



Gambar 5. Kerangka Pemikiran

## 2.4. Keterkaitan Antar Variabel

### 2.4.1 Pengaruh ketidakpastian ekonomi Global terhadap IHSG

Ketidakpastian ekonomi global merupakan faktor eksternal yang sangat sensitif terhadap pergerakan pasar modal di negara berkembang seperti Indonesia. Berdasarkan *Financial Contagion Theory*, guncangan eksternal seperti suku bunga *The Fed*, krisis geopolitik, atau perlambatan ekonomi Tiongkok dapat menyebar ke pasar modal domestik melalui arus modal internasional. Ketika EPU Global meningkat, investor global cenderung melakukan *flight to safety*, yaitu memindahkan dana ke aset aman seperti *US Treasury* atau emas.

Proses ini menyebabkan terjadinya *capital outflow* dari Bursa Efek Indonesia sehingga likuiditas pasar menurun dan tekanan jual meningkat. Hal tersebut mendorong turunnya harga saham dan melemahkan IHSG. Selain itu, *Rational Expectations Theory* menjelaskan bahwa investor memperbarui ekspektasi mereka terhadap risiko di masa depan berdasarkan informasi global. Oleh karena itu, meningkatnya ketidakpastian global akan menciptakan ekspektasi negatif yang langsung tercermin dalam koreksi IHSG. Secara teoritis maupun empiris, pengaruh Ketidakpastian ekonomi Global terhadap IHSG bersifat negatif,

terutama karena pasar saham Indonesia sangat terintegrasi dengan sentimen risiko global.

#### **2.4.2 Pengaruh ketidakpastian ekonomi Domestik terhadap IHSG**

Ketidakpastian ekonomi domestik juga memiliki hubungan yang kuat dengan IHSG karena berkaitan langsung dengan persepsi investor terhadap iklim investasi nasional. Berdasarkan *Uncertainty Investment Theory*, meningkatnya ketidakpastian kebijakan fiskal, moneter, regulasi industri, perpajakan, atau dinamika politik menjelang pemilu akan membuat investor cenderung menunda atau mengurangi keputusan investasi. Kondisi ini menyebabkan permintaan terhadap saham turun, meningkatkan volatilitas, dan menekan harga saham.

Investor asing yang memegang pangsa besar dalam transaksi pasar modal Indonesia juga sangat sensitif terhadap perubahan stabilitas politik dan kebijakan domestik. Ketika EPU Domestik meningkat, risiko negara (*country risk*) dianggap lebih tinggi sehingga mendorong keluarnya dana asing. Hal ini berdampak langsung pada penurunan IHSG. Oleh karena itu, sama seperti ketidakpastian ekonomi Global, pengaruh ketidakpastian ekonomi Domestik terhadap IHSG secara teoritis bersifat negatif karena meningkatnya ketidakpastian menurunkan keyakinan investor dan mengurangi minat berinvestasi di pasar saham Indonesia.

#### **2.4.3 Pengaruh Volatilitas pasar Global terhadap IHSG**

Volatilitas pasar global merupakan indikator yang mencerminkan tingkat ketidakpastian dan ekspektasi volatilitas pasar keuangan global, sehingga sering disebut sebagai *fear index*. Peningkatan VIX menunjukkan meningkatnya persepsi risiko investor terhadap kondisi ekonomi global.

Berdasarkan teori *Liquidity Preference and Capital Market* (LCPM), peningkatan ketidakpastian mendorong investor untuk mengalihkan portofolio dari aset berisiko seperti saham ke aset yang lebih aman. Hal ini menyebabkan penurunan permintaan saham dan memberikan tekanan terhadap IHSG. Selain itu, dalam kerangka *Portfolio Balance Theory*, peningkatan VIX mendorong investor global

melakukan portfolio rebalancing dengan menarik dana dari pasar negara berkembang, sehingga memicu *capital outflow* dan menekan IHSG.

Dari perspektif *Financial Contagion Theory*, lonjakan volatilitas global dapat menyebar ke pasar domestik melalui integrasi pasar keuangan. Sementara itu, berdasarkan *Rational Expectations*, investor merespons peningkatan VIX sebagai sinyal risiko masa depan, sehingga menjadi lebih berhati-hati dalam berinvestasi. Hal ini sejalan dengan penelitian oleh Geert Bekaert et al. (2013) yang menemukan bahwa peningkatan volatilitas global memiliki dampak signifikan terhadap penurunan return pasar saham di negara berkembang. Dengan demikian, peningkatan VIX cenderung berdampak negatif terhadap IHSG, karena mendorong perilaku *risk-off*, mengurangi aliran modal, dan menekan harga saham.

#### **2.4.4 Pengaruh Pandemi COVID-19 terhadap IHSG**

Pandemi COVID-19 merupakan salah satu guncangan ekonomi global yang memberikan dampak signifikan terhadap aktivitas ekonomi dan pasar keuangan di berbagai negara, termasuk Indonesia. Pandemi yang mulai menyebar pada awal tahun 2020 menyebabkan terganggunya aktivitas produksi, konsumsi, perdagangan internasional, serta mobilitas masyarakat yang berdampak pada perlambatan pertumbuhan ekonomi. Kondisi tersebut meningkatkan ketidakpastian ekonomi dan menurunkan kepercayaan investor terhadap prospek perekonomian di masa depan.

Berdasarkan *Uncertainty-Investment Theory*, peningkatan ketidakpastian akan mendorong investor dan pelaku usaha untuk menunda keputusan investasi hingga kondisi ekonomi menjadi lebih jelas (Bloom, 2009). Selama periode pandemi, investor cenderung mengurangi kepemilikan aset berisiko seperti saham dan mengalihkan dana ke aset yang dianggap lebih aman. Selain itu, meningkatnya risiko ekonomi akibat pandemi juga memengaruhi ekspektasi investor terhadap kinerja perusahaan, sehingga memicu tekanan jual di pasar saham.

Dengan demikian, pandemi COVID-19 diduga berpengaruh negatif terhadap IHSG. Semakin besar dampak yang ditimbulkan oleh pandemi COVID-19, maka tingkat ketidakpastian yang dihadapi investor akan semakin tinggi sehingga berpotensi menurunkan permintaan terhadap saham dan menyebabkan pelemahan IHSG.

## **2.5. Rumusan Hipotesis**

Hipotesis dapat diartikan sebagai dugaan awal mengenai adanya hubungan sebab-akibat antarvariabel yang kebenarannya masih perlu dibuktikan melalui penelitian. Secara umum, hipotesis terbagi menjadi beberapa jenis, yaitu hipotesis deskriptif, argumentatif, hipotesis kerja, serta hipotesis statistik atau hipotesis nol. Dalam penelitian ini, jenis hipotesis yang digunakan adalah hipotesis statistik atau hipotesis nol, yang berfungsi untuk menguji apakah suatu pernyataan atau teori tertentu tidak benar sehingga dapat ditolak melalui bukti empiris yang valid (Hamid, 2010).

Dengan merujuk pada kerangka teori serta alur pemikiran penelitian ini, maka hipotesis yang dirumuskan dapat dinyatakan sebagai berikut:

### **1. Hipotesis 1**

Diduga Ketidakpastian kebijakan ekonomi global berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025.

### **2. Hipotesis 2**

Diduga Ketidakpastian kebijakan ekonomi domestik berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025.

### **3. Hipotesis 3**

Diduga Volatilitas pasar global berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025.

### **4. Hipotesis 4**

Diduga Pandemi Covid-19 berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham di Indonesia pada periode 2020-2025.

### III. METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1. Jenis dan Sumber Data

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 ekonomi yang intens, volatilitas pasar global, pandemi COVID-19, gejala 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.idx.co.id>.

Ruang lingkup penelitian ini adalah menganalisis pengaruh ketidakpastian ekonomi global (EPU Global), ketidakpastian ekonomi domestik (EPU Indonesia), volatilitas pasar global (VIX) serta COVID-19 terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia.

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari dua jenis, yaitu variabel bebas dan variabel terikat. Variabel bebas merupakan variabel yang memengaruhi variabel terikat (Sugiyono, 2014:59), yaitu EPU Global, EPU Indonesia, VIX DAN COVID-19. Sedangkan variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel bebas, yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

### **3.2. Batasan Variabel**

Penelitian ini menggunakan satu variabel terikat yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merepresentasikan kinerja pasar modal Indonesia secara keseluruhan. IHSG digunakan dalam bentuk nilai penutupan bulanan (*monthly closing value*) sebagaimana dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Nilai IHSG dinyatakan dalam bentuk angka indeks dan digunakan untuk melihat seberapa besar respons pasar saham terhadap perubahan kondisi makroekonomi dan ketidakpastian kebijakan.

Sementara itu, terdapat 3 variabel bebas (*independen*) yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu *Economic Policy Uncertainty* (EPU) Global, EPU Indonesia, dan indeks volatilitas, Variabel EPU Global dan EPU Indonesia diukur menggunakan indeks ketidakpastian kebijakan ekonomi yang dikembangkan oleh Baker, Bloom, dan Davis, dengan satuan nilai indeks (*unitless*) dalam frekuensi bulanan. Penggunaan kedua variabel ini bertujuan untuk menangkap tingkat ketidakpastian kebijakan baik dari sisi global maupun domestik, yang dalam teori keuangan modern merupakan salah satu faktor risiko yang memengaruhi arus modal dan pergerakan harga saham.

Dengan demikian, batasan variabel dalam penelitian ini difokuskan pada aspek-aspek makroekonomi dan ketidakpastian kebijakan yang secara teoritis dan empiris memiliki pengaruh terhadap pergerakan IHSG. Rincian definisi operasional dan batasan masing-masing variabel selengkapnya dijelaskan dalam Tabel 3.

Tabel 2. Batasan Variabel

Variabel	Jenis	Simbol	Satuan	Sumber Data
IHSG	Dependen	IHSG	point	idx.co.id
EPU Global	Independen	EPU_G	Index points	policyuncertainty.com
EPU Indonesia	Independen	EPU_ID	Index points	WUIIDN (FRED)
Volatilitas	Independen	VIX	Index points	VIXCLS (FRED)
Dummy Pandemi Covid-19	Independen	COVID	Dummy (0 = Tidak ada pandemi, 1 = ada pandemi)	Keputusan Presiden; diolah oleh penulis

### 3.3. Definisi Operasional Variabel

Untuk memberikan kejelasan mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, berikut disajikan batasan dan penjelasan definisi dari setiap variabel tersebut:

#### 3.3.1 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. IHSG digunakan untuk menggambarkan kinerja keseluruhan pasar saham Indonesia. Secara operasional, IHSG diukur berdasarkan nilai penutupan bulanan (*monthly closing price*) yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Nilai IHSG dinyatakan dalam bentuk angka indeks tanpa satuan dan mencerminkan pergerakan agregat seluruh saham yang tercatat di BEI. Data IHSG bulanan diperoleh

dan digunakan untuk memungkinkan konsistensi frekuensi dengan variabel makroekonomi lainnya.

### **3.3.2 *Economic Policy Uncertainty (EPU) Global***

EPU Global merupakan variabel penting yang menggambarkan tingkat ketidakpastian kebijakan ekonomi dunia, yang bersumber dari perubahan kebijakan fiskal, moneter, geopolitik, perdagangan internasional, serta dinamika ekonomi global lainnya. Ketidakpastian kebijakan internasional sangat memengaruhi sentimen investor, terutama dalam konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia, yang sangat rentan terhadap perubahan arus modal global (*capital flows*). Secara operasional, EPU Global diukur menggunakan *Global Economic Policy Uncertainty Index*, yang dikembangkan oleh Baker, Bloom, dan Davis (Baker et al., 2016). Indeks ini dihitung berdasarkan frekuensi kemunculan kata-kata yang berhubungan dengan ekonomi, kebijakan, dan ketidakpastian dalam surat kabar utama negara-negara besar (AS, Jepang, Eropa, Korea, Tiongkok, dan lain-lain) (Davis, 2016). Nilai indeks dinyatakan dalam bentuk angka indeks bulanan (*unitless*) dan telah dinormalisasi dengan basis 100 (Davis, 2016).

### **3.3.3 *Economic Policy Uncertainty (EPU) Indonesia***

EPU Indonesia mengukur tingkat ketidakpastian kebijakan ekonomi dalam negeri, termasuk perubahan fiskal, moneter, peraturan investasi, perpajakan, serta dinamika politik domestik (Baker et al., 2016). Ketidakpastian kebijakan dapat memengaruhi ekspektasi investor dan keputusan alokasi portofolio, yang pada akhirnya berdampak pada pergerakan pasar saham (Baker et al., 2016).

Secara operasional, EPU Indonesia menggunakan *Indonesia Economic Policy Uncertainty Index* yang disusun oleh Baker, Bloom, dan Davis (2016). Indeks ini dihitung menggunakan metode analisis teks (*text mining*) yang mengukur frekuensi kemunculan kata "*economy*", "*policy*", dan "*uncertainty*" dalam surat kabar nasional (Baker et al., 2016). Nilainya dinyatakan sebagai indeks bulanan tanpa satuan (Baker et al., 2016).

### 3.3.4 Volatility Index (VIX)

Volatilitas global dalam penelitian ini diukur menggunakan *Volatility Index* (VIX), yaitu indeks yang mencerminkan tingkat ketidakpastian dan ekspektasi volatilitas pasar keuangan global, khususnya pasar saham Amerika Serikat (Whaley, 2000). VIX dihitung berdasarkan harga opsi pada indeks S&P 500 dan sering disebut sebagai *fear index*, karena peningkatan nilainya menunjukkan meningkatnya kekhawatiran investor terhadap kondisi pasar di masa depan (Whaley, 2000).

VIX digunakan sebagai indikator yang merepresentasikan sentimen risiko global. Ketika nilai VIX meningkat, hal ini menunjukkan bahwa tingkat ketidakpastian dan risiko pasar global juga meningkat, sehingga investor cenderung menghindari aset berisiko dan mengalihkan portofolionya ke aset yang lebih aman (*risk-off behavior*) (Whaley, 2000; Bekaert et al., 2013). Sebaliknya, nilai VIX yang rendah mencerminkan kondisi pasar yang relatif stabil dan mendorong investor untuk berinvestasi pada aset berisiko seperti saham (Whaley, 2000).

Dalam penelitian ini, VIX digunakan sebagai variabel independen yang memengaruhi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Nilai VIX dinyatakan dalam bentuk indeks, di mana semakin tinggi nilai indeks menunjukkan semakin tinggi tingkat volatilitas dan ketidakpastian pasar global.

### 3.3.5 COVID-19

Variabel dummy yang 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.

- COVID = 1: Periode pandemi (Maret 2020 - Juni 2023)

- COVID = 0: Periode non-pandemi (Januari 2020 - Februari 2020 dan Juli 2023 – oktober 2025)

### 3.4. Teknik Analisis Data

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:

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). Adapun tahapan analisis data adalah sebagai berikut:

### 3.4.1 Uji Stasioneritas

Uji ini merupakan tahap awal yang harus dilakukan dalam model VAR maupun VECM. Tujuannya adalah untuk memastikan bahwa data yang digunakan dalam analisis bersifat stasioner serta menghindari hasil regresi yang tampak signifikan secara statistik, tetapi sebenarnya tidak memiliki hubungan yang nyata antar variabel. Data dikatakan tidak stasioner apabila nilai rata-rata dan variansnya berubah sepanjang waktu, yang dapat menyebabkan terjadinya *spurious regression*, yaitu kondisi di mana nilai koefisien determinasi tinggi, tetapi tidak terdapat hubungan nyata antar variabel dalam model.

Untuk menguji kestasioneran data digunakan metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF) pada tingkat level.

Hipotesis pengujian ADF adalah:

$H_0: \beta = 0$  (data mengandung akar unit sehingga tidak stasioner)

$H_1: \beta \neq 0$  (data tidak mengandung akar unit sehingga stasioner)

### 3.4.2 Penentuan Lag Optimum

Penentuan panjang lag optimum merupakan langkah awal dalam analisis model VAR. Semakin besar lag yang digunakan, maka kemampuan model dalam menangkap dinamika hubungan antar variabel juga semakin baik. Penentuan lag ini bertujuan untuk mengetahui jumlah lag yang paling sesuai dalam penelitian, yang selanjutnya digunakan dalam uji kointegrasi maupun estimasi model VAR atau VECM.

Pemilihan jumlah lag dapat dilakukan dengan menggunakan beberapa kriteria, yaitu *Hannan Quinn* (HQ), *Schwarz Information Criterion* (SC), *Akaike Information Criterion* (AIC), serta *Likelihood Ratio* (LR). Nilai panjang lag dipilih berdasarkan nilai *Akaike Information Criterion* (AIC) yang paling kecil, dengan mempertimbangkan nilai absolut hasil pengolahan data menggunakan perangkat lunak Eviews 8.

### 3.4.3 Uji Stabilitas Model VAR

Setelah lag optimum ditentukan, langkah selanjutnya adalah melakukan uji stabilitas terhadap model VAR atau VECM. Hal ini dilakukan untuk memastikan bahwa hubungan antar variabel pada lag yang dipilih bersifat stabil, sehingga model VAR yang dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan (*Vector Error Correction Model*) juga stabil. Dengan demikian, hasil analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* menjadi valid.

Uji stabilitas dilakukan dengan memeriksa nilai *roots of characteristic polynomial* melalui *AR Root Table* (Basuki & Prawoto, 2019).

### 3.4.4 Uji Kointegrasi Johansen

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui adanya hubungan jangka panjang antar variabel yang diteliti. Apabila terdapat kointegrasi, maka analisis dapat dilanjutkan menggunakan model VECM. Sebaliknya, jika tidak ditemukan kointegrasi, maka model VECM tidak dapat digunakan.

Uji kointegrasi juga berfungsi untuk menentukan bentuk model serta lag yang tepat. Dalam model VAR, pengujian kointegrasi umumnya menggunakan metode Johansen (1988) dan Juselius (1990).

Model persamaan jangka panjang dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y = C + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon$$

Keterangan:

Y = variabel dependen

X = variabel independen

C = konstanta

$\beta$  = koefisien regresi

$\varepsilon$  = *error/residual*

Dalam penelitian ini model dapat dituliskan sebagai berikut :

$$IHSG_t = \beta_0 + \beta_1 EPU\_G_t + \beta_2 EPU\_ID_t + \beta_3 VIX_t + \beta_4 COVID_t + \varepsilon_t$$

Keterangan:

$IHSG_t$  = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t

$EPU\_G_t$  = Economic Policy Uncertainty Global pada periode t

$EPU\_ID_t$  = Economic Policy Uncertainty Indonesia pada periode t

$VIX_t$  = Volatility Index pada periode t

$COVID_t$  = Variabel dummy pandemi COVID-19

$\beta_0$  = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  = Koefisien regresi

$\varepsilon_t$  = Error term

Uji kointegrasi Johansen dilakukan dengan membandingkan nilai *trace statistic* dan *max-eigenvalue statistic* dengan nilai kritis pada tingkat signifikansi 5%, untuk menentukan ada atau tidaknya hubungan kointegrasi dalam model.

Hipotesis yang digunakan adalah:

H0 = tidak terdapat kointegrasi

Ha = terdapat kointegrasi

Selain untuk mengidentifikasi hubungan jangka panjang dalam model VAR, uji ini juga menjadi dasar dalam menentukan apakah model perlu dikembangkan menjadi VECM.

### 3.4.5 Uji *Granger Causality*

Uji kausalitas Granger merupakan metode yang digunakan untuk mengidentifikasi hubungan sebab-akibat antar variabel dalam sistem VAR non-struktural (Widarjono, 2018). Dalam konsep ini, hubungan antar

variabel bersifat dua arah, sehingga seluruh variabel dalam model diperlakukan sebagai variabel dependen.

Pengujian ini bertujuan untuk melihat apakah suatu variabel mempengaruhi variabel lainnya. Terdapat empat kemungkinan hubungan kausalitas berdasarkan nilai koefisien regresi, yaitu:

- 1)  $\sum \alpha_1 \neq 0$  dan  $\sum \delta_1 \neq 0 \rightarrow$  tidak terdapat hubungan kausalitas antara X dan Y
- 2)  $\sum \alpha_1 \neq 0$  dan  $\sum \delta_1 = 0 \rightarrow$  terdapat hubungan kausalitas satu arah dari X ke Y
- 3)  $\sum \alpha_1 = 0$  dan  $\sum \delta_1 \neq 0 \rightarrow$  terdapat hubungan kausalitas satu arah dari Y ke X
- 4)  $\sum \alpha_1 = 0$  dan  $\sum \delta_1 = 0 \rightarrow$  terdapat hubungan kausalitas dua arah antara X dan Y

### 3.4.6 Estimasi Model *Vector Error Correction Model* (VECM)

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Error Correction Model* (VECM). Pada data deret waktu (*time series*), apabila data sudah stasioner pada tingkat level, maka model yang digunakan adalah restricted VAR. Model VECM digunakan untuk membatasi hubungan jangka panjang antar variabel agar tetap berada dalam kondisi terkointegrasi, namun tetap memungkinkan adanya dinamika jangka pendek (Widarjono, 2018).

Berdasarkan variabel yang digunakan dalam penelitian ini, model persamaan jangka panjang dapat dirumuskan sebagai berikut:

Selanjutnya, bentuk model VECM yang digunakan dalam penelitian ini dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\Delta IHS G_t = \alpha_0 + \sum_{1i}^{\alpha} \Delta IHS G_{t-1} + \sum_{2i}^{\alpha} \Delta EPU\_G_{t-1} + \sum_{3i}^{\alpha} \Delta EPU\_ID_{t-1} + \sum_{4i}^{\alpha} \Delta VIX_{t-1} + \sum_{5i}^{\alpha} \Delta COVID_{t-1} + \lambda ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

Keterangan:

$\Delta IHSg_t$	= Perubahan IHSg
$\Delta EPU\_G_t$	= Perubahan EPU Global
$\Delta EPU\_ID_t$	= Perubahan EPU Indonesia
$\Delta VIX_t$	= Perubahan Volatility Index
$\Delta COVID_t$	= Perubahan variabel dummy COVID-19
$\lambda ECT_{t-1}$	= Error Correction Term
$\lambda$	= Koefisien penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang
$\varepsilon_t$	= Error term

#### 3.4.7 *Impulse Response Function (IRF)*

Impulse Response Function merupakan alat analisis penting dalam model VAR, karena koefisien dalam model VAR sulit untuk diinterpretasikan secara langsung (Widarjono, 2018). IRF digunakan untuk melihat bagaimana suatu variabel merespons perubahan atau guncangan (*shock*) pada variabel lain dalam sistem secara dinamis.

Shock tersebut biasanya diberikan sebesar satu standar deviasi pada variabel endogen, yang juga dikenal sebagai innovation (Riyanto & Mulyono, 2019).

#### 3.4.8 *Variance Decomposition*

*Variance Decomposition* digunakan untuk menunjukkan tingkat kontribusi masing-masing variabel dalam sistem VAR akibat adanya guncangan. Metode ini membantu dalam memahami proporsi variasi suatu variabel yang disebabkan oleh perubahan pada variabel lain dalam sistem.

Analisis ini melengkapi IRF dalam menjelaskan dinamika sistem VAR (Widarjono, 2018). Selain itu, *variance decomposition* memberikan informasi mengenai kontribusi relatif setiap variabel terhadap perubahan yang terjadi, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang (Riyanto & Mulyono, 2019).

## V. SIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 SIMPULAN

Dari temuan analisa data dan pembahasannya diperoleh beberapa simpulan, di antaranya:

- a. Ketidakpastian ekonomi global dalam jangka pendek berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Pada jangka panjang, ketidakpastian ekonomi global juga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG.
- b. Ketidakpastian ekonomi domestic (Indonesia) dalam jangka pendek berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG. Pada jangka panjang, ketidakpastian ekonomi Indonesia berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap IHSG.
- c. Volatilitas pasar global dalam jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG. Pada jangka panjang, volatilitas pasar global berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG.
- d. COVID-19 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Temuan ini mengindikasikan bahwa guncangan ekonomi yang ditimbulkan oleh pandemi tidak hanya memengaruhi sentimen pasar secara sementara, tetapi juga meninggalkan efek yang berkelanjutan terhadap kinerja pasar modal Indonesia selama periode penelitian..
- e. Hasil *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa IHSG memberikan respon terhadap guncangan ketidakpastian ekonomi global dan Indonesia, volatilitas pasar global, serta COVID-19 yang bersifat fluktuatif pada periode awal. Namun, seiring bertambahnya periode

pengamatan, respon tersebut cenderung menurun dan kembali menuju kondisi keseimbangan, yang menunjukkan adanya kemampuan pasar modal Indonesia untuk melakukan penyesuaian terhadap berbagai guncangan ekonomi dan keuangan.

- f. Hasil *Variance Decomposition* menunjukkan bahwa sebagian besar variasi *forecast error* IHSG masih dijelaskan oleh *shock* yang berasal dari IHSG itu sendiri. Hal ini mengindikasikan bahwa dinamika internal pasar saham Indonesia masih menjadi sumber utama pergerakan IHSG selama periode penelitian, misalnya optimisme investor terhadap ekonomi Indonesia, ekspektasi laba perusahaan, kinerja Emiten dan perilaku *panic selling* atau *panic buying*. Hasil *Variance Decomposition* menunjukkan bahwa ketidakpastian ekonomi Global merupakan variabel eksternal yang memberikan kontribusi terbesar terhadap variasi IHSG, diikuti oleh volatilitas pasar global, ketidakpastian ekonomi Indonesia, dan COVID-19. Temuan ini mengindikasikan bahwa ketidakpastian ekonomi global memiliki peran yang lebih dominan dibandingkan faktor domestik dalam menjelaskan pergerakan IHSG selama periode penelitian.

## 5.2 SARAN

Terdapat beberapa saran yang bisa diberikan dalam penelitian ini, di antaranya:

- a. Berdasarkan hasil penelitian ini, investor diharapkan dapat lebih memperhatikan kondisi ketidakpastian ekonomi global karena terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap pergerakan IHSG baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
- b. Bagi pemerintah dan otoritas pasar keuangan, diharapkan hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dalam merumuskan kebijakan yang memperkuat resiliensi pasar modal Indonesia terhadap tekanan eksternal. Diperlukan upaya untuk meningkatkan ketahanan pasar modal Indonesia terhadap guncangan eksternal melalui penguatan fundamental ekonomi, menjaga stabilitas makroekonomi, meningkatkan koordinasi kebijakan

antara Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK), dan Bursa Efek Indonesia (BEI), menjaga stabilitas ekonomi domestik, dan juga meningkatkan kepercayaan investor agar pasar modal Indonesia lebih mampu menghadapi ketidakpastian ekonomi global. Langkah-langkah ini penting mengingat hasil penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian ekonomi global dan volatilitas pasar internasional memiliki pengaruh terhadap pergerakan IHSG.

- c. Bagi pelaku pasar modal, disarankan untuk tidak hanya berfokus pada faktor domestik seperti EPU Indonesia, karena hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel tersebut tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang, sehingga perlu mempertimbangkan faktor eksternal dalam pengambilan keputusan investasi.
- d. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk menambahkan variabel lain yang dapat mempengaruhi IHSG seperti inflasi, nilai tukar, suku bunga, maupun faktor makroekonomi lainnya, serta menggunakan periode data yang lebih panjang agar dapat memperoleh hasil yang lebih komprehensif.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abel, A. B. (1983). *Optimal Investment under Uncertainty*. The American Economic Review, 73(1), 228–233.
- Aggarwal, K., & Saradhi, V. R. (2023). Causality between stock market, domestic and global economic policy uncertainty: Evidence from India. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*, 48(1), 38–52. <https://doi.org/10.1177/02560909221137829>
- Andiyasa, A., Purbawangsa, A., & Rahyuda, H. (2014). Pengaruh beberapa indeks saham dan indikator ekonomi global terhadap kondisi pasar modal Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 3(4), 182–199.
- Anasuya Haldar, & Narayan Sethi. (2021). The news effect of COVID-19 on global financial market volatility. *Bulletin of Economic Research*, 24(0), Article 3. <https://doi.org/10.21098/bemp.v24i0.1464>
- Anasuya Haldar, & Narayan Sethi. (2022). The economic effects of COVID-19 mitigation policies on unemployment and economic policy uncertainty. *Bulletin of Economic Research*, 25(0), Article 6. <https://doi.org/10.21098/bemp.v25i0.1833>
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00133>
- Arsiyanto, M. T. (2020). Analisis pengaruh tingkat inflasi dan tingkat suku bunga terhadap IHSG di Bursa Efek Jakarta periode 2018. *Dialektika: Jurnal Ekonomi dan Ilmu Sosial*, 5(1), 53–56. <https://doi.org/10.36636/dialektika.v5i1.411>
- 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>
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M., & Viratyosin, T. (2020). *The unprecedented stock market impact of COVID-19*. The Review of Asset Pricing Studies, 10(4), 742–758.

- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., & Terry, S. J. (2020). *COVID-induced economic uncertainty* (NBER Working Paper No. 26983). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w26983>
- Bank Indonesia. (2019). *Perkembangan pasar keuangan dan komoditas global*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Bank Indonesia. (2021). *Kebijakan moneter*. <https://www.bi.go.id>
- Bank Indonesia. (2023). *Laporan perekonomian Indonesia*. Bank Indonesia.
- Bank Indonesia. (2025a). BI-Rate tetap 6,25%: Memperkuat stabilitas dan menjaga pertumbuhan dari dampak rambatan global. <https://www.bi.go.id>
- Bank Indonesia. (2025b). Fungsi utama: Moneter – BI-Rate. <https://www.bi.go.id>
- Bank Indonesia. (2025c). Fungsi utama: Moneter – Inflasi. <https://www.bi.go.id>
- Bank Indonesia. (2025d). Fungsi utama: Moneter – Tujuan kebijakan moneter. <https://www.bi.go.id>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis regresi dalam penelitian ekonomi & bisnis*. Depok: PT Rajagrafindo Persada.
- Bekaert, G., Hoerova, M., & Lo Duca, M. (2013). Risk, uncertainty and monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 60(7), 771–788.
- Belcaid, K., & Ghini, A. E. (2019). U.S., European, Chinese economic policy uncertainty and Moroccan stock market volatility. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20, 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00128>
- Bloom, N., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2013). Held back by uncertainty. *Finance and Development*, 50(1), 38–41.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments and portfolio management*. New York: McGraw-Hill.
- Bursa Efek Indonesia. (2019). *IDX stock index handbook v1.1*. Jakarta: Indonesia Stock Exchange.
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Statistik pasar modal Indonesia*. BEI.
- Chicago Board Options Exchange (CBOE). (2019). *The CBOE Volatility Index (VIX)*.

- Chow, G. C. (2011). *Memahami dahsyatnya ekonomi China*. Solo: Tiga Serangkai.
- Christou, C., Cunado, J., Gupta, R., & Hassapis, C. (2017). Economic policy uncertainty and stock market returns in Pacific Rim countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 40, 92–102.
- Davis, S. J. (2016). *An index of global economic policy uncertainty*. NBER Working Paper No. 22740. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w22740>
- Darmadji, T., & Fakhrudin, H. M. (2001). *Pasar modal di Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- Das, D., & Kumar, S. B. (2018). International economic policy uncertainty and stock prices revisited. *Economics Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2018.01.013>
- Debata, B., & Mahakud, J. (2018). Economic policy uncertainty and stock market liquidity. *Journal of Financial Economic Policy*, 10(1), 112–135.
- Deflyanty, P., & Wahyuni, S. (2024). *Pengaruh Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi Amerika Serikat dan Eropa terhadap Saham Syariah ASEAN*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 4, No. 1, April 2025. ISSN 2828-6960, E-ISSN 2963-511X.
- Deyapura, N., Narayan, P. K., & Perez, M. (2024). *Monetary Policy Impact on Stock Returns for Selected South Asian Countries*. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 27(3), 397–434.
- Dian Fajarini, Tiara Nirmala, Vitriyani Tri Purwaningsih (2023). Kebijakan moneter dan Investasi portofolio asing. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Nias Selatan*, Vol. 6, Nomor 2 (2023)
- Eduardus, Tandelilin. (2001). *Analisis investasi dan manajemen risiko*. Yogyakarta: BPF.
- Eduardus, Tandelilin. (2010). *Portofolio dan investasi: Teori dan aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Egger, P. H., & Zhu, J. (2019). *The US–Chinese trade war*. *Bank of Finland*.
- Fahmi, I., & Hadi, Y. L. (2009). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Bandung: Alfabeta.
- Fahmi, I., & Hadi. (2011). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Bandung: Alfabeta.

- Fama, E. F. (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Forbes, K. J., & Rigobon, R. (2002). No contagion, only interdependence. *Journal of Finance*, 57(5), 2223–2261.
- Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88(2), 235–251.
- Ftitia, Z., & Hadhri, S. (2019). Can economic policy uncertainty predict Islamic stock returns? *Pacific-Basin Finance Journal*, 53, 40–55.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Haldar, A., & Sethi, N. (2022). *The Economic Effects of Covid-19 Mitigation Policies on Unemployment and Economic Policy Uncertainty*. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, Special Issue 2022, pp. 61–84. p-ISSN 1410-8046, e-ISSN 2460-9196.
- Hasan, M. Iqbal. 2002. *Pokok-Pokok Materi Metodologi Penelitian dan Aplikasinya*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Hasnain, S. M., Gilal, M. A., & Wong, W. K. (2021). Sustainability of Global Economic Policy and Stock Market Returns in Indonesia. *Sustainability*, 13(10), 5422.
- Iskandar. (2008). *Pengantar ekonomi mikro dan makro*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Istiak, K., & Alam, M. R. (2020). *US Economic Policy Uncertainty Spillover on the Stock Markets of the GCC Countries*. *Journal of Economic Studies*, 47(1), 36–50.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. London: Macmillan.
- K.P. Prabheesh, Juhro, S. M., & Harun, C. A. (2021). COVID-19 uncertainty and monetary policy responses. *Bulletin of Economic Research*, 24(4).
- Kumar, S., & Prabheesh, K.P. (2022). Reassessing the Dynamics between Exchange, Oil, Stock Markets and Uncertainty during COVID-19 in Emerging Market Economies. *MethodsX*, 2022.
- Mankiw, G. N. (2006). *Pengantar ekonomi makro*. Jakarta: Salemba Empat.

- Mashilal, M., Amalia, F., & Visita, L. (2023). *Global economic policy uncertainty and Islamic stock market in Indonesia*. *Muqtasid: Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah*, 14(2), 115–132. <https://doi.org/10.18326/muqtasid.v14i2.115-132>
- Martalena, & Malinda. (2011). *Pengantar pasar modal*. Yogyakarta: Andi.
- Meinisa Fadillah Rahmi, & Nasrudin. (2022). The effect of COVID-19 pandemic on investment risks. *Bulletin of Economic Research*, 25(4).
- Mie, & Agustina. (2014). Analisis pengaruh indeks saham asing terhadap IHSG. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 4(2), 81–90.
- Ming, L., & Peng, L. (2017). US economic policy uncertainty and stock market co-movements. *Economic Modelling*, 61, 27–39.
- Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2020). U.S. monetary policy and the global financial cycle. *Review of Economic Studies*.
- 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.
- Naifar, N., & Hammoudeh, S. (2016). Global financial distress and sukuk returns. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Nellawati, S., & Isbanah, Y. (2019). Faktor internal dan eksternal IHSG. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(1).
- Nirmala, Tiara; Sugiyanto, Catur; and Purnawan, M.Edhie (2025) "Impact of Monetary Policy on Consumption and Investment in Indonesia," *Jurnal Ekonomi dan Studi Pembangunan*: Vol. 14: No. 2, Article 2.
- Nugroho, H. (2008). Analisis pengaruh inflasi, suku bunga, kurs terhadap indeks LQ45. Universitas Diponegoro.
- Nugroho, & Ramli. (2016). Krisis ekonomi dunia dan IHSG. *Jurnal Ekonomi*, 21(1).
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). *Uncertainty about government policy and stock prices*. *Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264.

- Phan, D. H. B., Narayan, P. K., Rahman, R. E., & Hutabarat, A. R. (2021). *Do financial technology firms influence stock market efficiency?* Finance Research Letters, 39.
- Phan, D. H. B., Sharma, S. S., & Tran, V. T. (2018). *Can economic policy uncertainty predict stock returns? Global evidence.* Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 55, 134–150. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.04.004>.
- Prabheesh, K. P., Juhro, S. M., & Harun, C. A. (2021). *Covid-19 Uncertainty and Monetary Policy Responses: Evidence from Emerging Market Economies.* Bulletin of Monetary Economics and Banking, 24(4), 489–516.
- Putri Deflyanty S., & Sinar Wahyuni. (2024). Pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi AS dan Eropa terhadap saham syariah ASEAN.
- Rahmah, N. A. (2007). Analisis risiko investasi saham dengan model indeks tunggal. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*, 4(1).
- Rahmi, M. F., & Nasrudin. (2022). *The Effect of Covid-19 Pandemic on the Risks of Investments in Indonesia: Evidence from the EGARCH Model.* Bulletin of Monetary Economics and Banking, Vol. 25, No. 4, 2022.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle. NBER.
- Sarwar, G. (2012). *Is VIX an Investor Fear Gauge in BRIC Equity Markets?* Journal of Multinational Financial Management, 22(3), 55–65.
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D.* Bandung: Alfabeta.
- Uddin, K. N. A., & Muharram, M. (2021). *Impact of the Influence of the United States (US) and China Economic Policy Uncertainty (EPU) on Stock Volatility in 5 ASEAN Countries Before and During COVID-19.* International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR), 5(4).
- Utomo, C. D., & Deswari, D. (2021). *The Impact of COVID-19 Pandemic on Stock Market Performance in Indonesia.* Journal of Asian Finance, Economics and Business, 8(5), 777–784.
- Wafi, F. M., & Merlinda, S. (2023). *An Empirical Study of Effect Macroeconomic and United States Economic Policy Uncertainty on Jakarta Islamic Index Movement in the Indonesian Islamic Capital Market Al-Awwal.* Al-Amwal: Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah, 15(1), 139–158.

Wang, Y., He, F., & Ma, F. (2020). *VIX Popular Predictor is More Useful to Forecast International Stock Markets During the Coronavirus Pandemic: VIX vs EPU*. *International Review of Financial Analysis*, 72, 101596.

Whaley, R. E. (2000). The investor fear gauge. *The Journal of Portfolio Management*, 26(3), 12–17.  
<https://doi.org/10.3905/jpm.2000.319728>

Widarjono, Agus. 2018. *Ekonometrika: Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan EViews* (Edisi Kelima). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

World Bank. (2022). *Global economic prospects*. World Bank.