

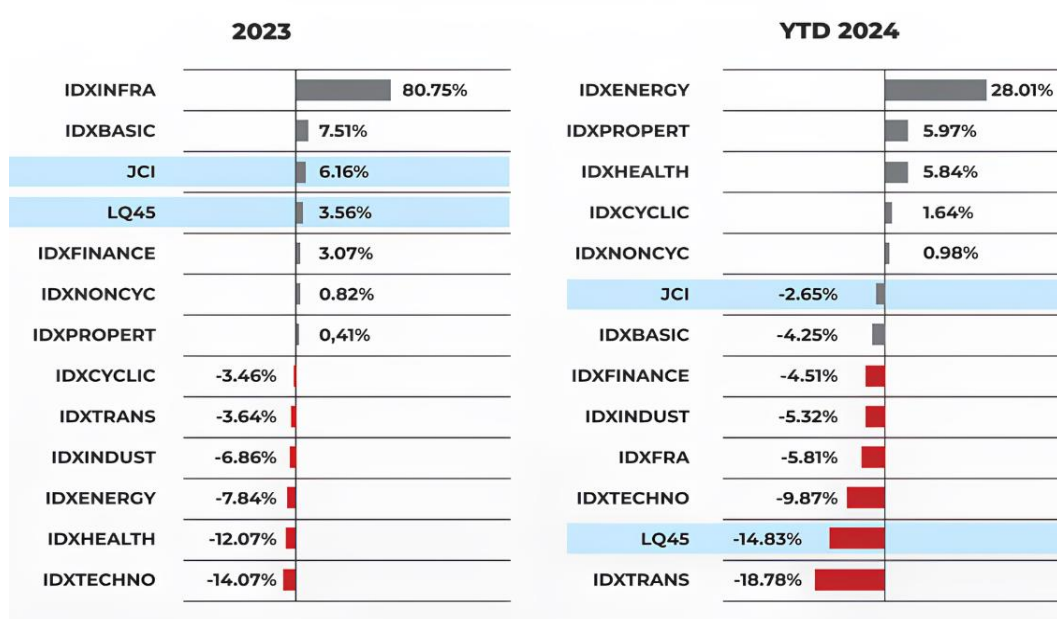
BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Era integrasi keuangan global saat ini, membawa dampak signifikan terhadap tingginya interkoneksi antar pasar modal di berbagai negara. Pasar modal menjadi cerminan kondisi perekonomian sekaligus sumber pendanaan jangka panjang yang krusial. Dalam sepuluh tahun terakhir, pasar modal di Indonesia menunjukkan pertumbuhan yang sangat positif. Hal ini terlihat dari rata-rata nilai transaksi harian pada tahun 2024 yang menembus Rp12,85 triliun, atau meningkat sebesar 19,59% jika dibandingkan dengan tahun 2023 (OJK, 2024). Namun, perkembangan ini juga dibarengi dengan fluktuasi pasar yang cukup kentara, di mana Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sempat melemah sampai 3%. Penurunan IHSG sepanjang 2024 dipicu oleh berbagai faktor yang kompleks, meliputi masalah dari dalam negeri seperti pelemahan kurs rupiah terhadap dolar AS, serta kebijakan suku bunga bank sentral Amerika Serikat (The Fed) yang tidak sesuai dengan harapan pasar global (Tim Riset IDX Channel, 2024).

Gambar 1. 1 Data Kinerja Sektoral IDX 2023-2024



Sumber : OJK, Fact Book Pasar Modal Indonesia (2024); data IDX

Berdasarkan data pada Gambar 1.1, terlihat bahwa kinerja *return* tidak tersebar secara merata pada tiap sektor saham di bursa. Sektor Energi mampu membukukan pertumbuhan hingga 28,01%, sedangkan penurunan sebesar 18,78% justru terjadi pada sektor Transportasi dan Logistik. Perbedaan hasil yang mencolok ini menghasilkan disparitas kinerja antar sektor sebesar 46.79 poin persentase (OJK, 2024). Sektor Energi cenderung mendapatkan keuntungan dari anomali harga komoditas, sementara sektor transportasi tertekan oleh kenaikan biaya input. Kondisi ini mengindikasikan bahwa transmisi sentimen global tidak berdampak homogen. Disparitas performa yang ekstrem antara sektor Energi dan Transportasi di atas menimbulkan pertanyaan apakah pergerakan tiap sektor benar-benar independen, atau terdapat mekanisme transmisi risiko yang tidak sepenuhnya tercermin dari data *return* mentah.

Dalam literatur keuangan, fenomena penularan *return* yang tidak merata lintas sektor akibat guncangan eksternal yang direspons secara berbeda, dikenal sebagai *Spillover Effect* (Diebold & Yilmaz, 2012). Melalui jejaring finansial yang saling terintegrasi, mekanisme ini bekerja secara sistematis di mana fluktuasi harga di satu sektor mampu memicu distorsi pada sektor lainnya, melampaui batas-batas kapasitas fundamental internal yang dimiliki oleh sektor itu sendiri. Perlu dicatat bahwa keterkaitan ini bukan sekedar akibat sektor-sektor yang bergerak turun bersamaan karena terpapar sebab yang sama, melainkan penularan aktif yang membuat investor cenderung merestrukturisasi portofolionya secara serentak di tengah ketidakpastian, sehingga pergerakan harga di satu pasar turut memengaruhi keputusan investor di pasar lain (King Wadhawani, 1990; Antonakakis et al., 2020). Perilaku kolektif inilah yang menjelaskan mengapa intensitas keterkaitan antar sektor cenderung meningkat bukan karena penurunan *return* yang kebetulan terjadi bersamaan, tetapi justru pada saat gejolak ketidakpastian global memuncak

Situasi pasar keuangan internasional yang terus bergejolak, tidak dapat dipisahkan dari melonjaknya intensitas ketidakpastian global saat ini. Kondisi tersebut, diperparah oleh hambatan non-tarif, pembatasan sektor Teknologi, serta meluasnya perang dagang yang mengganggu jalur pasokan dunia (detikFinance,

2025). Secara garis besar, terdapat dua kelompok risiko eksternal yang menjadi motor penggerak ketidakpastian ini. Pertama, risiko ekonomi yang berasal dari ketidakpastian kebijakan ekonomi atau *Economic Policy Uncertainty* (EPU), yang sempat mengalami lonjakan hingga 450 poin pada pertengahan 2023 (Baker et al., 2016; data diakses melalui policyuncertainty.com). Kedua, risiko non-ekonomi yang berasal dari kondisi geopolitik atau *Geopolitical Risk* (GPR), yang sempat menembus rekor tertingginya dalam satu dekade terakhir pada tahun 2022, dipicu ketegangan di Indo-Pasifik, krisis Timur Tengah, dan invasi Rusia ke Ukraina (Caldara & Iacoviello, 2022). Berdasarkan studi terdahulu, kombinasi EPU dan GPR terbukti mendorong investor menunda investasi dan mengalihkan modal ke instrumen aman hingga situasi kembali stabil (Hasan et al., 2023; Kannadhasan & Das, 2020; Vo et al., 2024).

Sebagai kekuatan ekonomi utama di kawasan ASEAN yang memegang prinsip politik luar negeri bebas-aktif, Indonesia tidak luput dari ketergantungan terhadap raksasa ekonomi dunia, khususnya Amerika Serikat dan Tiongkok. Hubungan strategis ini di satu sisi menguntungkan, namun di sisi lain menjadi hulu dari ketidakpastian ekonomi domestik, mengingat kedua negara ini merepresentasikan dua jalur transmisi risiko yang berbeda dan saling melengkapi dengan ketidakpastian kebijakan ekonomi AS cenderung beroperasi melalui saluran moneter dan arus modal, sedangkan Tiongkok lebih dominan memengaruhi jalur komoditas dan investasi langsung (Bhattarai et al., 2020; Hu et al., 2024). Di sektor perdagangan misalnya, nilai transaksi bilateral dengan Tiongkok sebagai mitra terbesar, menembus angka USD147,8 miliar pada tahun 2024 (Tradeimex.in, 2025), sementara volume perdagangan bilateral dengan Amerika Serikat juga mencatatkan angka yang signifikan sebesar USD42,9 miliar pada periode yang sama (USTR, 2024). Ikatan struktural yang mendalam inilah yang menyebabkan perekonomian nasional rentan terhadap eksposur ganda (*dual exposure*) dari setiap guncangan di kedua negara tersebut. Artinya, ketika kebijakan ekonomi di Amerika Serikat dan China mengalami perubahan yang menimbulkan ketidakpastian, dampaknya tidak berhenti di batas negara tersebut, melainkan merambat ke negara-negara berkembang, termasuk Indonesia melalui gejolak di pasar keuangan dan arus

investasi. Hal ini didukung oleh bukti empiris yang menunjukkan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi AS terbukti meningkatkan volatilitas pasar obligasi di negara-negara berkembang dan negara yang terbuka secara finansial, dengan dampak yang semakin besar saat terjadi krisis keuangan (Xue & Wang, 2023).

Tekanan terhadap stabilitas makroekonomi Indonesia saat ini, juga tidak dapat terlepas dari ketergantungan struktural perekonomian nasional terhadap kondisi eksternal, terutama Amerika Serikat. Sebagai negara dengan pasar keuangan terbuka, Indonesia berada dalam posisi yang sensitif terhadap setiap pergerakan kebijakan moneter The Fed, yang pengaruhnya turut menjalar ke nilai tukar rupiah dan harga-harga domestik. Dalam jangka pendek, gejolak kebijakan The Fed direspons dengan penguatan rupiah, karena investor global mengalihkan dananya sementara ke pasar negara berkembang seperti Indonesia yang dinilai menawarkan imbal hasil lebih menarik di tengah ketidakpastian ekonomi AS. Sementara dalam jangka panjang, ketika suku bunga The Fed bertahan tinggi, investor secara bertahap menarik kembali dananya ke Amerika Serikat untuk mengejar imbal hasil yang lebih tinggi di sana, dan penarikan modal inilah yang mendorong rupiah melemah secara berkelanjutan (Mukhlis et al., 2020). Pola ini tercermin nyata pada tren pelemahan rupiah dari Rp15.700/USD pada Oktober 2023 menjadi Rp16.722/USD pada November 2025 (Kontan.co.id, 2025).

Pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dolar yang terjadi berkepanjangan ini, pada gilirannya meningkatkan harga barang impor. Lonjakan harga komoditas impor tersebut memicu tekanan inflasi domestik, sehingga memaksa Bank Indonesia yang mengemban mandat menjaga stabilitas nilai Rupiah turut menyesuaikan suku bunga acuan (BI-Rate) sebagai instrumen peredam (Bank Indonesia, n.d). Penyesuaian suku bunga domestik inilah yang kemudian menaikkan biaya modal secara luas, namun dampaknya tidak dirasakan seragam oleh setiap sektor usaha, karena beberapa sektor lebih rentan terhadap kenaikan biaya modal dibanding sektor lain, bergantung pada struktur pembiayaan dan eksposur masing-masing terhadap pasar global. Perbedaan dampak antar sektor ini

memicu penularan risiko di pasar saham, sehingga nilai tukar perlu dikontrol untuk memisahkan pengaruh domestik dengan guncangan dari luar negeri.

Perbedaan respons sektoral terhadap interaksi guncangan global dan dinamika domestik yang terjadi, lebih lanjut menyingkap celah signifikan dalam literatur saat ini. Meskipun kajian mengenai dampak ketidakpastian global terhadap bursa saham negara berkembang tumbuh pesat, sebagaimana ditunjukkan Vo et al. (2024) yang menemukan TSI meningkat hingga 69,71% akibat EPU AS pada 24 sektor saham di Vietnam, tiga celah utama masih ditemukan. Pertama, mayoritas studi terdahulu cenderung berfokus pada analisis pasar secara agregat atau menggunakan pendekatan lintas negara (Agoraki et al., 2022). Meskipun terdapat studi terdahulu seperti Fitriyah dan Mukminin (2025) yang telah menganalisis *spillover* sektoral di Indonesia, mayoritas eksplorasi *spillover* masih berfokus pada sumber ketidakpastian yang terjadi dalam satu waktu ataupun *event study*. Kedua, metodologi yang digunakan sebelumnya didominasi oleh model VAR statis dengan parameter konstan. Pendekatan konvensional ini kurang mampu menangkap pergeseran dinamis struktur transmisi risiko yang kerap berubah akibat krisis atau transisi rezim pasar (Diebold & Yilmaz, 2015). Ketiga, pengujian simultan terhadap indikator EPU dan GPR sejauh ini masih terspesifikasi pada pasar agregat (Kannadhasan & Das, 2020) atau sektor tertentu seperti pasar modal syariah (Hasan et al., 2023), sementara analisis *spillover* dinamis antar sektor yang mengintegrasikan kedua risiko tersebut secara simultan masih jarang dilakukan.

Dalam upaya menjembatani celah penelitian tersebut, studi ini mengkaji dampak dari risiko geopolitik (GPR) serta ketidakpastian kebijakan ekonomi dari Amerika Serikat dan China (EPU AS-China) terhadap interkoneksi *spillover* antar sektor saham di Indonesia. Dengan menetapkan periode pengamatan selama lima tahun terakhir sejak 2021, penelitian ini menggunakan pendekatan *VAR-based Connectedness* dengan metode *rolling window estimation* yang dipelopori oleh Diebold dan Yilmaz (2012, 2015). Melalui metode ini, perhitungan statistik diperbarui secara otomatis pada setiap periode data yang bergerak, sehingga model tetap akurat dalam merespons perubahan dinamika pasar. Dengan mekanisme

tersebut, evolusi dinamis *spillover* sepanjang horizon penelitian dapat dipetakan secara akurat. Penggunaan model memberikan beberapa keunggulan strategis, terutama mampu mendeteksi pergeseran rezim ekonomi atau transformasi struktur pasar tanpa mengasumsikan parameter konstan. Di samping itu, keandalan (*robustness*) instrumen ini terhadap fluktuasi varians bursa melalui pembaruan estimasi kovarians pada tiap jendela pengamatan dapat meningkatkan akurasi dalam menangkap transmisi risiko yang bersifat *time-varying* (Diebold & Yilmaz, 2012, 2014; Vo et al., 2024).

Pemilihan Indonesia sebagai lokus pengamatan didasarkan pada beberapa karakteristik struktural yang merepresentasikan bagaimana negara berkembang merespons guncangan global. Faktor utama yang mendasari kondisi tersebut adalah besarnya ketergantungan serta pengaruh modal internasional terhadap pergerakan bursa domestik. Secara historis, kepemilikan investor asing di pasar saham Indonesia tergolong dominan karena pernah mencatatkan porsi hingga 52% kepemilikan dari total nilai pasar (Danila et al., 2023). Meskipun Otoritas Jasa Keuangan mencatat kapitalisasi bursa telah berekspansi hingga mencapai angka Rp12.336 triliun pada akhir 2024, porsi dana asing di dalamnya terus berfluktuasi secara riil melalui tingginya volatilitas bulanan arus modal, di mana aksi beli bersih investor asing mampu menyentuh angka Rp40,14 triliun sepanjang periode bursa 2024 (OJK, 2024). Pergerakan dana yang fluktuatif ini pada akhirnya merepresentasikan perilaku *risk-on* dan *risk-off* para pelaku pasar global dalam merespons dinamika indikator GPR dan EPU (Baker et al., 2016; Caldara & Iacoviello, 2022).

Di samping faktor ketergantungan modal, kondisi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) juga sangat sensitif terhadap kinerja ekspor komoditas alam seperti perkebunan, pertambangan, dan energi. Hal ini membuat pergerakan bursa saham domestik rentan terhadap fluktuasi harga komoditas internasional yang digerakkan oleh dinamika permintaan Tiongkok maupun eskalasi konflik geopolitik dunia (Hasan et al., 2023; Maitra & Dawar, 2019; Wang & Wang, 2019). Sebagai mitra dagang dan investor utama Indonesia, Amerika Serikat dan China memiliki

pola transmisi risiko yang berpotensi saling memperkuat atau justru saling memitigasi, tergantung pada karakteristik guncangan yang terjadi. Mengingat posisinya sebagai ekonomi terbesar di ASEAN, Indonesia dapat memproyeksikan bagaimana pasar keuangan Asia Tenggara mengelola transmisi ketidakpastian global yang menjalar hingga ke level sektoral dari waktu ke waktu.

Guna memetakan intensitas interkoneksi dan jalur penularan risiko antar sektor secara menyeluruh, penelitian ini menerapkan formula *Total Spillover Index* (TSI), *net transmitter*, dan *net receiver* berbasis model Diebold dan Yilmaz (2012). Indikator TSI mengukur persentase kontribusi guncangan antar sektor dalam menjelaskan total fluktuasi *return* di dalam sistem bursa, di mana kenaikan nilai TSI mengindikasikan penguatan integrasi dan potensi penularan risiko sistemik. Sebagai contoh, jika angka TSI menyentuh level 60%, mengonfirmasi bahwa mayoritas fluktuasi *return* pada suatu sektor (sebesar 60%) digerakkan oleh limpahan / *spillover return* dari sektor lain, bukan dari faktor fundamental internal sektor yang bersangkutan. Meskipun metrik tersebut mampu memetakan struktur konektivitas, TSI belum bisa menjelaskan faktor penggerak perubahan intensitas keterkaitan intensitas tersebut dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, penelitian ini menguji pengaruh determinan eksternal berupa *Economic Policy Uncertainty* (EPU) AS, EPU China, dan *Geopolitical Risk* (GPR) global, dengan memasukkan nilai tukar sebagai variabel kontrol.

Pemahaman terkait dinamika *spillover* antar sektor saham memegang peranan krusial bagi tiga pemangku kepentingan utama. Pertama, bagi investor dan pengelola dana, lonjakan ketidakpastian global (EPU dan GPR) cenderung memicu pergerakan searah antar sektor sehingga mengurangi manfaat diversifikasi portofolio konvensional (Vo et al., 2024). Oleh karena itu, identifikasi posisi *net transmitter* atau *net receiver* menjadi basis penting dalam menentukan langkah memitigasi risiko investasi pada sektor yang rentan terhadap penularan. Kedua, dari aspek stabilitas sistemik, pemetaan sektor *net transmitter* dominan dapat membantu regulator seperti Otoritas Jasa Keuangan dan Bank Indonesia dalam memitigasi pengetatan pengawasan eksposur lintas sektor maupun penetapan standar modal

(*capital buffer*) yang lebih tinggi. Ketiga, bagi korporasi dan emiten, pemahaman atas sensitivitas sektoral ini membantu perusahaan mengantisipasi permintaan premi risiko yang lebih tinggi dari investor, sehingga mereka dapat menentukan momentum strategis untuk aksi korporasi seperti *Initial Public Offering* (IPO) maupun penerbitan obligasi.

Secara menyeluruh, penelitian ini diarahkan untuk memetakan jalur transmisi ketidakpastian kebijakan ekonomi dari Amerika Serikat dan China, serta risiko geopolitik global ke bursa saham Indonesia melalui mekanisme *spillover* antar sektor yang bersifat *time-varying*. Melalui penerapan kerangka ekonometrik yang komprehensif, analisis mendalam dilakukan untuk melihat bagaimana setiap lini industri menyerap sekaligus mendistribusikan guncangan dari waktu ke waktu. Langkah ini diperlukan untuk membedakan antara sektor yang berpotensi menjadi instrumen penyelamat (*safe haven*) dan sektor yang justru bertindak sebagai saluran utama penyebaran risiko sistemik. Pada akhirnya, penelitian ini tidak sekadar menambah literatur akademik terkait transmisi risiko di pasar berkembang, tetapi juga menyajikan wawasan aplikatif bagi para pelaku pasar dalam menavigasi tingginya kompleksitas ketidakpastian di era integrasi keuangan global saat ini.

1.2 Rumusan Masalah

Mengacu pada identifikasi masalah yang telah diuraikan sebelumnya, fokus penelitian ini berpusat pada upaya penyelesaian beberapa pertanyaan penelitian di bawah ini:

1. Apakah ketidakpastian kebijakan ekonomi Amerika Serikat (EPU AS) berpengaruh positif signifikan terhadap *spillover return* saham Indonesia
2. Apakah ketidakpastian kebijakan ekonomi China (EPU China) berpengaruh positif signifikan terhadap *spillover return* saham Indonesia
3. Apakah risiko geopolitik global (GPR) berpengaruh positif signifikan terhadap *spillover return* saham Indonesia

1.3 Tujuan Penelitian

Berlandaskan pada rumusan masalah yang dikaji, tujuan utama yang ingin dicapai melalui studi ini adalah:

1. Mengonfirmasi apakah ketidakpastian kebijakan ekonomi Amerika Serikat (EPU AS) membawa dampak positif signifikan bagi *spillover return* saham Indonesia.
2. Menilai keterkaitan pengaruh positif signifikan antara ketidakpastian kebijakan ekonomi China (EPU China) dan *spillover return* saham Indonesia
3. Menelaah besaran pengaruh positif signifikan dari risiko geopolitik global (GPR) terhadap jalinan interdependensi sektoral saham di Indonesia dilihat dari *Total Spillover Index*

1.4 Manfaat Penelitian

1. Manfaat Akademis

Secara teoritis, studi ini diharapkan dapat melengkapi literatur empiris mengenai dampak penularan ketidakpastian kebijakan global terhadap pasar saham sektoral Indonesia. Meskipun Fitriyah dan Mukminin (2025) telah menganalisis dampak risiko geopolitik terhadap *spillover* sektoral di Indonesia, pengujian simultan terhadap beberapa sumber ketidakpastian secara bersamaan, khususnya kebijakan ekonomi Amerika Serikat dan China secara komparatif dengan mengidentifikasi perbedaan jalur transmisi masing-masing, belum banyak dilakukan dalam lingkup domestik. Melalui penggunaan pendekatan konektivitas berbasis vektor autoregresi dan estimasi *rolling window*, penelitian ini melengkapi kajian terdahulu mengenai sifat koneksi yang berubah seiring waktu serta mekanisme transmisi global yang umumnya terabaikan dalam model statis (Diebold & Yilmaz, 2012, 2015). Di samping itu, kombinasi perspektif antara teori keuangan internasional, manajemen risiko, dan ekonometri

terapan dalam studi ini dapat menjadi rujukan tambahan dalam memahami *spillover return pasar* modal.

2. Manfaat Praktis

Secara praktis, penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu pertimbangan tambahan bagi berbagai pihak di pasar keuangan domestik dalam menyikapi dampak ketidakpastian kebijakan ekonomi dari Amerika Serikat dan China.

1) Bagi Investor dan Manajer Investasi

Penelitian ini dapat membantu menentukan langkah mitigasi risiko investasi melalui identifikasi sektor *net transmitter* dan *net receiver*. Pemahaman atas perbedaan transmisi guncangan memungkinkan investor melakukan alokasi aset yang lebih presisi dan adaptif terhadap sumber ketidakpastian global yang berbeda

2) Bagi Regulator dan Otoritas Moneter

Hasil penelitian ini memberikan peta kerentanan sektoral yang dapat digunakan oleh Bank Indonesia dan OJK dalam memperkuat pengawasan makroprudensial. Dengan mengidentifikasi sektor yang menjadi jangkar risiko sistemik, regulator dapat merumuskan peringatan dini yang lebih terarah, khususnya dalam mengantisipasi penularan risiko lintas sektor saat krisis

3) Bagi Korporasi dan Emiten

Temuan ini membantu manajemen emiten dalam memitigasi risiko operasional dan fluktuasi arus kas akibat guncangan eksternal. Dengan memahami sensitivitas sektornya terhadap kebijakan ekonomi global, perusahaan dapat menyusun strategi pendanaan dan manajemen rantai pasok yang lebih tangguh guna meminimalkan tekanan biaya modal.