

BAB I

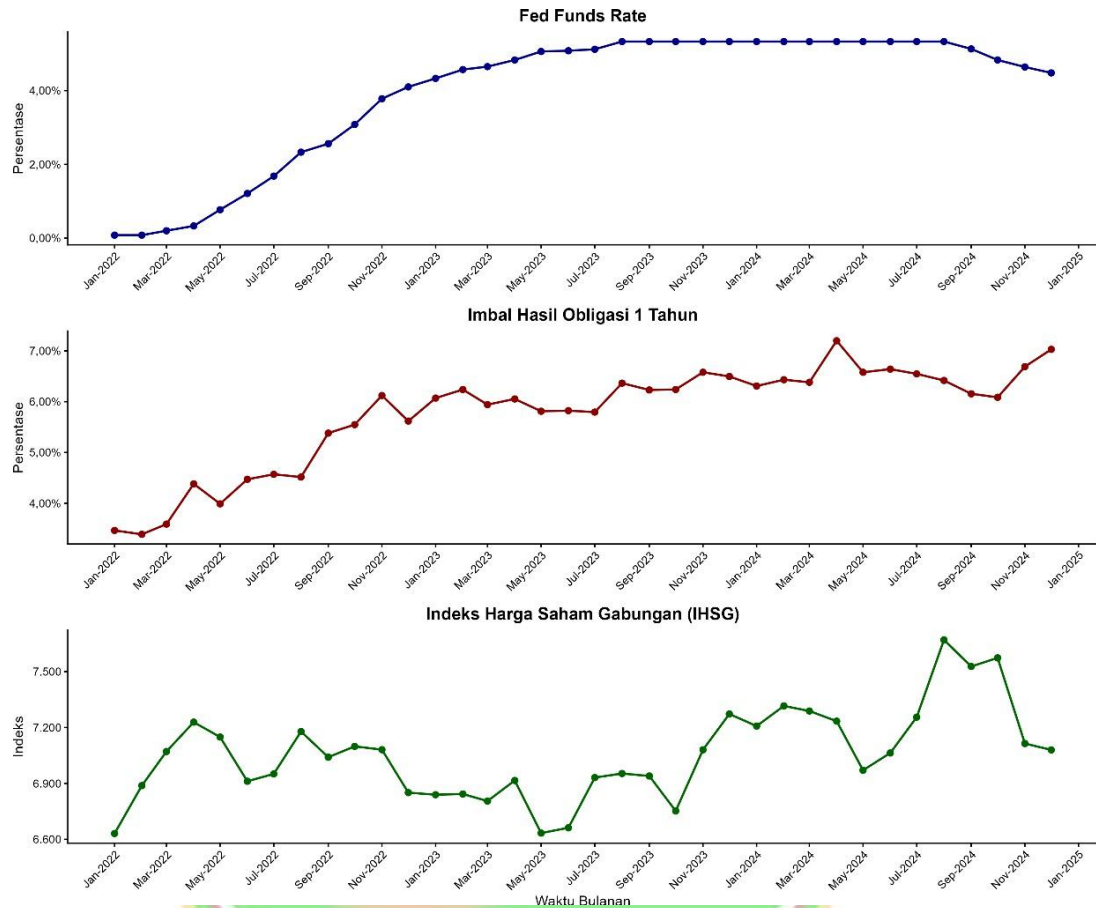
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Status dolar AS sebagai mata uang cadangan dunia memainkan peran penting dalam perdagangan global serta pasar keuangan, membuat keputusan yang diambil oleh Federal Reserve memiliki dampak yang jauh melampaui batasan-batasan Amerika Serikat (Degaspero dkk., 2026). Integrasi pasar modal lintas negara membuat perubahan kebijakan Federal Reserve yang menjaga agar kebijakan moneter tetap ketat (*restrictive*) memiliki efek rambatan (*spillover effects*) yang luas terhadap *emerging market economies* (EMEs), termasuk Indonesia. Fenomena ini sejalan dengan konsep *global financial cycle* (GFC) yang mengaitkan sinkronisasi harga aset dan arus modal global dengan perubahan kondisi moneter di AS (Miranda-Agrippino & Rey, 2020). Setelah krisis keuangan global pada 2008, negara maju seperti AS menerapkan kebijakan moneter ekspansif yang menyebabkan aliran modal tidak stabil ke negara berkembang dan meningkatkan risiko keuangan (Keskin, 2023). Pada 2014, terjadinya pemulihan ekonomi AS, Federal Reserve menghentikan pembelian aset dan mulai menaikkan suku bunga untuk menyerap likuiditas berlebih. Namun, pandemi COVID-19 pada 2020 memicu pelonggaran kuantitatif baru dengan ekspansi neraca yang signifikan. Perubahan kebijakan ini menambah ketidakpastian di pasar global, mempersulit pengelolaan ekonomi di berbagai negara (Hou dkk., 2025).

Pasar keuangan menjadi saluran utama kebijakan moneter AS yaitu ketika kebijakan moneter AS diperketat, *rebalancing* perdagangan tidak hanya terjadi secara langsung tetapi juga tidak langsung. Dolar AS yang lebih kuat membuat impor AS lebih murah, sementara banyak mata uang lainnya cenderung melemah. Aliran perdagangan antar negara bergantung pada hubungan langsung dan mitra yang terpengaruh ekonomi AS. Selain itu, aliran modal juga dipengaruhi oleh fluktuasi dolar dan selisih suku bunga yang terkait dengan risiko. Jika bank sentral negara berkembang tidak merespons atau terbatas ruang geraknya karena utang

dolar yang tinggi, aliran modal akan mengalir ke pasar AS, memperburuk ketidakstabilan dan premi risiko (Lastauskas & Nguyen, 2024).



Gambar 1.1 Perubahan Fed Funds Rate, Imbal Hasil Obligasi 1 Tahun dan IHSG Periode Januari 2022 - Desember 2024

Sumber: Data Diolah, 2026

Gambar 1.1 menunjukkan siklus pengetatan kebijakan moneter Amerika Serikat yang terlihat dari kenaikan agresif suku bunga The Fed sejak tahun 2022 hingga mencapai sekitar 5,33%. Secara teoritis, pengetatan likuiditas global ini seharusnya memicu aksi jual asing secara masif di pasar negara berkembang. Hal ini secara langsung akan menekan harga surat utang domestik sehingga melonjakkan biaya pinjaman (tercermin dari kenaikan Imbal hasil Obligasi), serta menjatuhkan indeks pasar saham (IHSG). Namun, data historis memperlihatkan adanya anomali di mana respons pasar keuangan Indonesia tidak selalu bergerak secara kontraktif. Pada beberapa periode di tengah tren pengetatan The Fed, Imbal

Hasil Obligasi Pemerintah 1 Tahun Indonesia justru terlihat stabil atau bahkan menurun, yang menandakan meredanya premi risiko dan bertahannya arus modal asing. Dalam periode yang sama, IHSG juga memperlihatkan ketahanan yang cukup kuat terhadap tekanan eksternal. Pola anomali ini mengindikasikan bahwa transmisi kebijakan moneter AS ke pasar obligasi dan pasar saham Indonesia sangat bergantung pada jenis guncangan yang mendasarinya, apakah murni karena pengetatan likuiditas, atau karena adanya sinyal optimisme pertumbuhan ekonomi global.

Pengumuman bank sentral digunakan untuk menilai dampak kebijakan moneter terhadap aktivitas riil dan harga, sehingga dapat mengisolasi variasi tak terduga dalam kebijakan (Nakamura & Steinsson, 2018). Pengumuman-pengumuman tersebut tidak hanya mengungkapkan informasi tentang kebijakan tetapi juga mengenai penilaian bank sentral terhadap prospek ekonomi. Pada 20 Maret 2001, Komite Pasar Terbuka Federal AS (FOMC) mengejutkan pasar dengan pemotongan suku bunga dana federal sebesar 50 basis poin, lebih besar dari perkiraan. Indeks pasar saham S&P 500 yang seharusnya naik seperti yang diprediksi oleh teori standar, justru mengalami penurunan yang signifikan dalam 30 menit setelah pengumuman kebijakan yang menyiratkan adanya kejutan informasi bank sentral (Jarociński & Karadi, 2020a).

Jarociński & Karadi (2020a) memberikan solusi pendekatan untuk memisahkan guncangan kebijakan moneter murni dari guncangan informasi bank sentral melalui pergerakan bersama antara kejutan ekspektasi suku bunga dan harga saham AS di sekitar pengumuman FOMC. Dalam pendekatan ini, perubahan Federal Funds Futures digunakan untuk menangkap kejutan ekspektasi suku bunga, sedangkan perubahan S&P 500 digunakan untuk menangkap respons pasar saham AS. Pengamatan dilakukan dalam rentang waktu yang sempit, yaitu 10 menit sebelum hingga 20 menit setelah pengumuman FOMC, agar pergerakan harga aset lebih mencerminkan respons pasar terhadap pengumuman kebijakan. Guncangan kebijakan moneter murni diidentifikasi ketika kejutan suku bunga bergerak naik dan harga saham bergerak turun, karena pola tersebut sesuai dengan prediksi teori bahwa pengetatan moneter menurunkan valuasi aset. Sebaliknya, guncangan

informasi bank sentral diidentifikasi ketika kejutan suku bunga dan harga saham bergerak naik secara bersamaan, yang dimana pola tersebut menunjukkan bahwa pasar menangkap sinyal positif mengenai prospek ekonomi dari pengumuman The Fed.

Meskipun dampak *spillover* kebijakan AS terhadap perekonomian Indonesia telah banyak diteliti, seperti yang dilakukan Suwondo (2023) dan Suwondo dkk. (2025), literatur yang ada umumnya masih mengandalkan pendekatan yang mengasumsikan bahwa guncangan bersifat homogen. Penelitian-penelitian tersebut menyimpulkan bahwa pengetatan moneter AS umumnya akan berdampak negatif terhadap inflasi dan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Tetapi, pendekatan ini memiliki kelemahan mendasar karena menyamakan semua kenaikan suku bunga Fed Funds Rate sebagai guncangan kontraktif murni. Batasan utama dalam penelitian-penelitian tersebut yaitu terdapat ketidakmampuan untuk mengidentifikasi sifat dasar dari guncangan itu sendiri, yang dipicu oleh kebijakan yang lebih restriktif atau oleh harapan positif terhadap pertumbuhan ekonomi AS.

Selain permasalahan agregasi guncangan, terdapat juga kesenjangan metodologis yang signifikan terkait dengan strategi identifikasi. Sebagian besar penelitian empiris di Indonesia, termasuk penelitian yang dilakukan oleh Suwondo dkk. (2025) dan Putri (2022) masih menggunakan identifikasi yang bersifat rekursif dengan dekomposisi Cholesky. Putri (2022) menggunakan model SVAR untuk mengkaji dampak kebijakan moneter AS terhadap perekonomian Indonesia. Dalam penelitian tersebut, identifikasi rekursif memaksakan urutan variabel yang kaku dengan variabel pertama diasumsikan tidak merespons guncangan variabel berikutnya secara simultan. Asumsi ini sering kali tidak realistis, terutama dalam menganalisis pasar keuangan yang bergerak cepat seperti harga saham, nilai tukar, dan suku bunga saling bereaksi dalam hitungan menit.

Temuan dari Putri (2022) mengonfirmasi bahwa kebijakan moneter AS memiliki dampak besar terhadap inflasi dan nilai tukar Indonesia, namun tidak mempertimbangkan interaksi simultan antar variabel secara lebih dinamis. Penggunaan identifikasi rekursif dalam studi-studi sebelumnya berpotensi menyebabkan kesalahan interpretasi dalam kausalitas guncangan (*identification*

failure). Sejalan dengan itu, Danladi & Sanusi (2024) juga menemukan adanya efek *spillover* kebijakan moneter AS terhadap perekonomian Indonesia yang tercermin dalam depresiasi nilai tukar Rupiah. Namun, penelitian tersebut sekaligus menunjukkan bahwa PDB riil dan imbal hasil pasar saham Indonesia justru merespons secara positif terhadap guncangan moneter AS. Temuan ini mengindikasikan bahwa transmisi kebijakan moneter AS ke Indonesia tidak selalu bersifat kontraktif secara homogen, melainkan dapat memunculkan respons yang tidak dapat dijelaskan sepenuhnya oleh kerangka moneter konvensional.

Kekosongan literatur dalam pemisahan jenis guncangan disebabkan oleh sebagian besar studi terdahulu cenderung menyamaratakan setiap kenaikan suku bunga The Fed sebagai guncangan moneter murni yang bersifat kontraktif. Pendekatan ini mengabaikan temuan penting dari Jarociński & Karadi (2020a), yaitu dampak kebijakan suku bunga Federal Reserve dapat dipengaruhi oleh pengumuman perkembangan positif terkait prospek ekonomi, yang disebut sebagai guncangan informasi bank sentral. Tanpa memisahkan kedua komponen ini seperti yang dilakukan dalam penelitian tersebut, analisis dampak kebijakan The Fed terhadap variabel domestik sering kali tercampur dan menghasilkan kesimpulan yang ambigu. Fenomena *price puzzle* serta anomali ketahanan pasar saham dan meredanya gejolak obligasi di tengah pengetatan moneter global merupakan teka-teki yang gagal dijelaskan secara komprehensif oleh model standar.

Penelitian ini mengusulkan pendekatan baru dengan menggunakan strategi identifikasi berbasis pembatasan tanda (*sign restriction*) untuk mengatasi keterbatasan metodologi sebelumnya. Berbeda dengan metode rekursif yang kaku, pendekatan ini memungkinkan data untuk mengungkapkan pola yang sesuai dengan prediksi model struktural teoritis, yaitu membedakan guncangan moneter murni dan guncangan informasi berdasarkan korelasi arah pergerakan suku bunga dan harga saham. Secara struktural, spesifikasi model ini dibangun atas dua komponen utama yaitu blok eksternal yang merepresentasikan sumber guncangan global dari AS, dan blok internal yang merepresentasikan perekonomian Indonesia dengan asumsi *small open economy*. Dengan pendekatan ini, diharapkan penelitian dapat memberikan estimasi yang lebih presisi mengenai bagaimana masing-masing

jenis guncangan dari blok eksternal tersebut ditransmisikan ke variabel di dalam blok internal, yang mencakup kebijakan moneter (BI Rate), stabilitas pasar keuangan (Imbal Hasil Obligasi 1 Tahun dan IHSG), serta sektor riil (Output Industri dan Harga Konsumen) Indonesia, sehingga memungkinkan perumusan respons kebijakan makroekonomi yang lebih terarah.

1.2 Permasalahan

Kebijakan moneter Amerika Serikat sering diasumsikan sebagai guncangan tunggal yang selalu memberikan dampak kontraktif terhadap negara berkembang. Namun, data empiris menunjukkan adanya anomali di mana Imbal Hasil Obligasi Pemerintah Indonesia dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) justru menunjukkan ketahanan, stabilitas, atau bahkan penguatan di tengah siklus pengetatan moneter global tersebut. Fenomena ini gagal dijelaskan secara utuh oleh literatur sebelumnya di Indonesia karena sebagian besar studi masih menyamaratakan seluruh kenaikan Fed Funds Rate sebagai guncangan moneter murni, tanpa mengisolasi komponen informasi yang menyertainya

Selain masalah agregasi guncangan, terdapat kesenjangan metodologis yang signifikan. Sebagian besar penelitian terdahulu masih mengandalkan identifikasi rekursif (Cholesky) yang memaksakan urutan variabel secara kaku, sehingga berpotensi menyebabkan kesalahan interpretasi (*identification failure*). Kekosongan literatur ini menyebabkan respons kebijakan domestik sering didasarkan pada kesimpulan yang ambigu. Oleh karena itu, diperlukan strategi identifikasi *sign restriction* yang lebih presisi untuk membedakan dampak dari guncangan kebijakan moneter murni (*pure monetary policy shock*) dan guncangan informasi bank sentral (*central bank information shock*) terhadap stabilitas makroekonomi Indonesia.

1.3 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan permasalahan yang telah diuraikan tersebut, maka pertanyaan pada penelitian ini sebagai berikut:

1. Bagaimana reaksi variabel pasar keuangan (imbal Hasil Obligasi 1 Tahun, IHSG), sektor riil (Output Industri, Inflasi) dan kebijakan moneter

Indonesia terhadap guncangan kebijakan moneter murni (*pure monetary policy shock*) yang bersifat kontraktif dari Amerika Serikat?

2. Bagaimana reaksi variabel, pasar keuangan, sektor riil dan kebijakan moneter Indonesia terhadap guncangan informasi bank sentral (*central bank information shock*) dari The Fed yang mengindikasikan optimisme ekonomi global?

1.4 Tujuan Penelitian

Sejalan dengan pertanyaan penelitian yang telah dirumuskan dan uraian latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis respons variabel pasar keuangan (IHSG dan Imbal Hasil Obligasi 1 Tahun), kebijakan moneter domestik (BI Rate), serta sektor riil Indonesia (Output Industri dan Inflasi) terhadap guncangan kebijakan moneter murni Amerika Serikat (*pure monetary policy shock*) yang bersifat kontraktif.
2. Menganalisis respons variabel pasar keuangan, kebijakan moneter dan sektor riil Indonesia terhadap guncangan informasi bank sentral Amerika Serikat (*central bank information shock*) yang mencerminkan sinyal optimisme terhadap prospek ekonomi global.

