Vol. 11, No. 2, Year 2025, 263 - 280

JIMFE (Jurnal Ilmiah Manajemen Fakultas Ekonomi)
https://jimfe-feb.unpak.ac.id/index.php/jimfe
E-ISSN: 2502-5678; P-ISSN: 2502-1400

TRANSMISI INFORMASI MAKROEKONOMI, BERITA POLITIK, DAN SENTIMEN GLOBAL TERHADAP VOLATILITAS PASAR SAHAM INDONESIA

Muhammad Jafits Fityan[1], Esther Sri Astuti Soeryaningrum[2], Hastarini Dwi Atmanti[3]
[1,2,3]Universitas Diponegoro, Semarang, Indonesia
Email korespondensi: [1]jafitsfityan@students.undip.ac.id

Riwayat Artikel:
Diterima:
December 19, 2025
Direvisi:
December 24, 2025
Disetujui:
December 29, 2025

Klasifikasi JEL:
G14; G15; E44

Kata kunci:
AR-X, sentimen global, volatilitas pasar saham

Keywords:
AR-X; global sentiment; stock market volatility

Cara mensitasi:
Fityan, M.J., Soeryaningrum, E.S.A., Atmanti, H.D. (2025). Transmisi informasi makroekonomi, berita politik, dan sentimen global terhadap volatilitas pasar saham indonesia. *JIMFE (Jurnal Ilmiah Manajemen Fakultas Ekonomi), 11*(2), 263 – 280.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis respons dinamis volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) terhadap guncangan informasi makroekonomi, berita politik, dan sentimen global. Populasi dalam penelitian ini mencakup keseluruhan aktivitas perdagangan di Bursa Efek Indonesia, dengan penentuan sampel berupa observasi data *time series* harian IHSG selama periode 2020–2024. Metode analisis data dilakukan menggunakan model *Autoregressive with Exogenous Variables* (AR-X) dengan penyesuaian *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent* (HAC) Newey-West. Hasil penelitian menunjukkan bahwa volatilitas pasar secara signifikan didominasi oleh pergerakan historisnya sendiri (*volatility clustering*) dan sentimen risiko global (Indeks VIX). Sebaliknya, pengumuman BI7DRR, inflasi, dan berita politik tidak berpengaruh signifikan, yang memperkuat keberlakuan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) karena informasi tersebut telah terantisipasi (*priced-in*). Namun, anomali ditemukan pada rilis surplus neraca perdagangan yang terbukti secara signifikan mampu meredam volatilitas. Implikasi penelitian ini merekomendasikan investor untuk memprioritaskan pemantauan Indeks VIX dan neraca perdagangan sebagai instrumen mitigasi risiko harian, serta menghindari aksi jual panik saat munculnya ketidakpastian politik.

ABSTRACT

This study aims to analyze the dynamic response of the Jakarta Composite Index (JCI) volatility to macroeconomic information shocks, political news, and global sentiment. The population in this study encompasses all trading activities on the Indonesia Stock Exchange (IDX), with the sample determined as daily time-series observations of the JCI during the 2020–2024 period. The data analysis method employs the Autoregressive with Exogenous Variables (AR-X) model with the Newey-West Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent (HAC) adjustment. The results indicate that market volatility is significantly dominated by its historical movements (volatility clustering) and global risk sentiment (VIX Index). Conversely, the BI7DRR announcements, inflation, and political news do not have a significant effect, strengthening the applicability of the Efficient Market Hypothesis (EMH), as the information has been anticipated (priced in). However, an anomaly is found in the trade balance surplus release, which is proven to significantly dampen volatility. The implications of this study recommend the investors prioritize monitoring the VIX Index and trade balance as daily risk mitigation instruments, and to avoid panic selling during times of political uncertainty.

PENDAHULUAN

Pergerakan pasar saham telah menjadi fokus sentral dalam literatur keuangan baik di tingkat nasional maupun internasional, tidak hanya sebagai ukuran statistik semata, melainkan sebagai barometer fundamental yang mencerminkan persepsi risiko, biaya modal, dan stabilitas sistem keuangan di suatu negara (Madhani, 2024). Di negara yang sedang berproses untuk menjadi negara berkembang seperti Indonesia, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menunjukkan karakteristik kerentanan struktural yang unik dibandingkan dengan pasar negara maju (Amtiran, 2025; Lausegger, 2021). Pasar modal di negara berkembang sering kali ditandai dengan kedalaman pasar yang relatif dangkal dan terdapat asimetri informasi yang tinggi, sehingga pergerakan harga aset sering kali tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja fundamental emiten, tetapi juga sangat responsif dan cenderung bereaksi berlebihan terhadap guncangan informasi eksternal (Ahmad & Badri, 2022; Atu Rohmah, 2025). Hal tersebut menciptakan sebuah fenomena yang disebut volatilitas berlebih (excess volatility). Volatilitas ini dipicu oleh arus berita makroekonomi dan diperparah oleh respons internal yang mengamplifikasi sentimen tersebut secara berlebihan (Wehrli & Sornette, 2022; Karimi & Nasieku, 2024; Kumala Dewi & Masithoh Haryadi, 2021).

Periode pengamatan tahun 2020 hingga 2024 secara khusus merepresentasikan sebuah jendela waktu yang sangat krisis dan menawarkan "eksperimen alami" yang langka bagi studi pasar modal Indonesia. Periode ini diwarnai dengan pertemuan antara dua pemerintahan yang penuh dengan ketidakpastian yang ekstrem, yaitu krisis ekonomi global dan ketidakpastian politik di dalam negeri. Fase ini dimulai dengan guncangan eksogen, yaitu pandemi Covid-19 yang memicu kontraksi ekonomi dan capital outflow secara masif di seluruh dunia (Kumala Dewi & Masithoh Haryadi, 2021; Madhani, 2024). Hal ini diikuti oleh adanya periode pemulihan ekonomi yang rapuh, yang dipengaruhi oleh tekanan inflasi global (Ahmad & Badri, 2022; Atu Rohmah, 2025). Situasi ini kemudian diimbangi oleh peningkatan suhu politik nasional menjelang Pemilihan Umum 2024, sebuah peristiwa politik yang secara historis selalu menghasilkan spekulasi pasar (Dianita et al., 2025; Hamdani et al., 2024). Dalam kondisi ketidakpastian tinggi atau high-stress regimes seperti ini, literatur keuangan keperilakuan mencatat bahwa investor sering kali melepaskan diri dari rasionalitas fundamental. Keputusan investasi lebih didominasi oleh bias psikologis, perilaku ikut-ikutan (*herd behavior*), serta kepanikan sesaat akibat berita negatif, yang pada akhirnya memperparah volatilitas pasar jauh melampaui kondisi normal (Karimi & Nasieku, 2024; Wehrli & Sornette, 2022).

Dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH), harga saham diasumsikan dapat menyerap seluruh informasi yang tersedia secara seketika (Fama, 1970; Sayudha & Rasmini, 2021). Salah satu informasi fundamental yang paling ditunggu oleh para pelaku pasar adalah pengumuman kebijakan moneter. Keputusan Bank Indonesia dalam setiap pengumuman penetapan BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI7DRR) bukan hanya sekadar instrumen pengendali inflasi, melainkan sinyal vital yang dapat mengubah ekspektasi investor terhadap biaya modal (cost of capital) dan arus kas masa depan perusahaan (Kasnelly & Habibah, 2025; Wasita et al., 2022). Menurut Bernanke dan Kuttner (2004), penelitian mereka membuktikan bahwa pasar saham bereaksi secara signifikan dan instan terhadap komponen "kejutan" (*surprise*) dalam kebijakan moneter. Artinya, peningkatan ketidakpastian biasanya terjadi tepat pada hari pengumuman Rapat Dewan Gubernur (RDG), terutama jika keputusan yang dibuat tidak sejalan dengan konsensus pasar. Selain itu, investor mengalibrasi secara berkala model valuasi mereka dengan data makroekonomi strategis seperti tingkat inflasi dan suku bunga (Zhang, 2024; Novak, 2025).

Namun, pada kenyataannya, pasar modal modern menunjukkan bahwa faktor fundamental tidak bekerja dalam ruang hampa. Aspek non-ekonomi, khususnya stabilitas politik, memegang peran yang semakin dominan. Baker et al. (2016) melalui konsep *Economic Policy Uncertainty* (EPU) berargumen bahwa ketidakjelasan arah kebijakan yang sering muncul selama masa kampanye atau sengketa politik dapat menciptakan risiko yang tidak terukur (*Knightian Uncertainty*). Pada situasi ini, investor lebih

cenderung mengambil posisi defensif atau *wait and see*, yang secara empiris terbukti menekan likuiditas dan meningkatkan volatilitas pasar. Di Indonesia, berita politik (*political news*) sering kali bertindak sebagai noise yang mendistorsi sinyal fundamental. Di sisi lain, keterbukaan arus modal membuat IHSG terekspos pada risiko penularan (*contagion effect*) dari pasar modal.

Walaupun kepentingan untuk memetakan determinan volatilitas saat ini masih sangat tinggi, literatur terdahulu di Indonesia masih memiliki celah penelitian yang signifikan, baik pada sisi frekuensi data maupun pada ketepatan metodologis. Pertama, mayoritas penelitian empiris yang menguji dampak variabel makroekonomi dan berita politik IHSG masih mengandalkan data berfrekuensi rendah, seperti tahunan atau bulanan (Dianita et al., 2025; Sayudha & Rasmini, 2021; Madhani, 2024). Pendekatan ini memiliki kelemahan berupa bias agregasi waktu (*time-aggregation bias*). Volatilitas pasar saham merupakan fenomena yang sangat sering terjadi yang dapat bereaksi dalam hitungan jam atau hari setelah berita dirilis. Menggunakan data rata-rata bulanan akan meratakan lonjakan volatilitas yang terjadi tepat pada tanggal pengumuman (*event date*). Sehingga dapat menyebabkan suatu informasi reaksi pasar sesaat yang penting menghilang. Akibatnya, terdapat penelitian yang menghasilkan bahwa variabel makroekonomi tidak berpengaruh signifikan, padahal hal tersebut kemungkinan dapat disebabkan oleh data bulanan yang tidak mampu menangkap efek guncangan harian.

Kedua, penelitian yang menggunakan model *Vector Autoregression* (VAR) standar dalam studi kebijakan makro sering kurang tepat secara struktural. Dalam VAR standar, seluruh variabel diasumsikan endogen (saling mempengaruhi). Asumsi ini secara tidak langsung menyimpulkan bahwa volatilitas pasar saham hari ini dapat mempengaruhi keputusan suku bunga bank sentral atau memicu peristiwa politik pada hari yang sama. Hal ini merupakan sebuah kausalitas terbalik yang tidak logis dan tidak memiliki landasan teoritis yang kuat. Kesalahan ini dapat berpotensi menghasilkan estimasi parameter yang bias dan *spurious*. Kelemahan pemodelan ini juga meluas pada penempatan indeks volatilitas global seperti VIX sebagai variabel endogen dalam sistem domestik. Menjadikan VIX sebagai variabel endogen secara tidak langsung berasumsi bahwa fluktuasi pasar saham Indonesia mampu memengaruhi indeks ketakutan di bursa saham Amerika Serikat, sebuah asumsi yang secara teoretis melanggar karakteristik Indonesia sebagai perekonomian terbuka kecil (*small open economy*). Selain itu, penelitian sebelumnya biasanya hanya fokus pada dampak krisis ekonomi atau pada peristiwa politik, tanpa mengintegrasikan kedua rezim tersebut dalam satu kerangka analisis yang dinamis.

Untuk mengatasi celah penelitian tersebut, penelitian ini menawarkan inovasi melalui penggunaan model Autoregressive with *Exogenous Variables* (AR-X) yang bergantung pada data harian. Berbeda dengan pendekatan sebelumnya, penelitian ini memosisikan variabel pasar global, yaitu *CBOE Volatility Index* (VIX), secara ketat sebagai variabel eksogen bersama dengan variabel guncangan informasi domestik lainnya yang mencakup monetary announcement (BI7DRR), rilis data makro (inflasi dan neraca perdagangan), serta berita politik. Rekonstruksi struktur ini didasarkan pada teori *asymmetric spillover* dan *push factors*, di mana transmisi risiko global ke bursa domestik bersifat searah tanpa adanya hubungan timbal balik (*feedback loop*). Melalui penyesuaian ini, variabel endogen dalam sistem direduksi menjadi variabel tunggal, yaitu volatilitas IHSG. Guna mengatasi konsekuensi logis berupa masalah autokorelasi serial dan heteroskedastisitas yang inheren pada data runtut waktu harian, estimasi model AR-X ini dieksekusi menggunakan penyesuaian *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent* (HAC) *Standard Errors* dari *Newey-West* untuk menghasilkan parameter estimasi yang robust, konsisten, dan tidak bias. Selain itu, penelitian ini secara spesifik mengukur pengaruh berita politik dengan menggunakan pendekatan kuantitatif yang dikenal sebagai variabel dummy. Melalui pendekatan ini, penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris yang signifikan mengenai bagaimana pasar saham Indonesia menyerap dan merespons berbagai jenis informasi di tengah ketidakpastian global dan domestik.

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Efficient Market Hypothesis (EMH) dan Efek Pengumuman

Teori dasar yang digunakan sebagai landasan penelitian ini merupakan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dipopulerkan oleh (Fama, 1970). Dalam bentuk efisiensi pasar yang setengah kuat (*semi-strong form)*, harga diasumsikan dapat mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia secara historis maupun informasi yang baru dipublikasikan (Li, 2024; Page & Siemroth, 2021). Teori ini menunjukkan bahwa harga aset akan berubah secara instan ketika informasi baru masuk ke pasar, seperti pengumuman suku bunga atau berita politik.

Dalam konteks volatilitas, reaksi pasar terhadap informasi terbaru sering kali tidak berjalan linear. Ross (1989) menjelaskan melalui *Information Flow Theory* bahwa variabilitas harga (volatilitas) berkorelasi positif dengan laju kedatangan informasi (*rate of information flow*). Oleh karena itu, periode di mana terjadi rilis data makroekonomi atau peristiwa politik besar (*event days*) diprediksi akan mengalami lonjakan volatilitas dibandingkan dengan hari-hari perdagangan biasa (*non-event days*) (Karimi & Nasieku, 2024; Lausegger, 2021). Kegagalan pasar untuk bereaksi cepat dapat mengindikasikan adanya hambatan informasi (*information friction*) (Ahmad & Badri, 2022).

Signaling Theory dan Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter ke pasar saham dijelaskan dengan *Signaling Theory* (Spence, 1973; Ross, 1977). Tindakan dari bank sentral yang mengubah tingkat suku bunga acuan (BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI7DRR)) mengandung sinyal informasi mengenai pandangan otoritas moneter tentang prospek ekonomi. Sering kali, hal ini dianggap sebagai tanda kebijakan kontraktif untuk meredam inflasi, yang merupakan berita buruk bagi valuasi saham karena kenaikan suku bunga (Sayudha & Rasmini, 2021; Yohanes & Setyawan, 2024). Namun, kenaikan suku bunga juga bisa dianggap sebagai indikasi bahwa ekonomi sedang tumbuh pesat (Madhani, 2024). Investor memiliki pendapat yang berbeda tentang sinyal ini, yang pada akhirnya menyebabkan peningkatan volume perdagangan dan ketidakpastian pasar sesaat setelah pengumuman (Karimi & Nasieku, 2024).

Economic Policy Uncertainty (EPU) Hypothesis

Teori kerangka Knightian Uncertainty atau risiko yang tidak terukur menjelaskan pengaruh pemerintah terhadap pasar keuangan. Menurut Baker et al. (2016), ketidakpastian kebijakan ekonomi (*Economic Policy Uncertainty*) menyebabkan investor dan perusahaan menunda pengambilan keputusan investasi. Ketidakpastian ini diperkuat oleh berita politik seperti konflik pemilu atau ketidakpastian dalam koalisi pemerintahan (Chan & Smales, 2025). Investor akan meminta peningkatan premi risiko, atau risiko premium, dalam situasi politik yang tidak menentu (Amtiran, 2025; Dianita et al., 2025). Ini akan menekan harga saham dan meningkatkan volatilitas harian sebagai akibat dari kegugupan pasar (Wehrli & Sornette, 2022; Karimi & Nasieku, 2024).

Financial Contagion Theory

Teori penularan keuangan, juga dikenal sebagai "*Financial Contagion*", menjelaskan bagaimana perubahan yang terjadi di satu pasar dapat menyebar ke pasar lain dengan kecepatan yang jauh melampaui hubungan ekonomi dasar (Forbes & Rigobon, 2002). Indeks volatilitas pasar negara maju, seperti CBOE *Volatility Index* (VIX) di Amerika Serikat, berfungsi sebagai barometer sentimen risiko global (*global risk aversion*). Dalam kerangka perekonomian terbuka kecil (*small open economy*), indeks ketakutan global ini bertindak sebagai guncangan eksternal murni (*push factor*) yang menstimulasi mekanisme portofolio *rebalancing* oleh investor institusional global, yang cenderung menarik dana dari

aset berisiko (seperti saham Indonesia) saat "indeks ketakutan" global meningkat (Madhani, 2024; Kumala Dewi & Masithoh Haryadi, 2021).

Tinjauan Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang volatilitas pasar saham di negara berkembang telah berkembang pesat dalam lima tahun terakhir (2020-2025), terutama didorong oleh fenomena pandemi Covid-19 dan dinamika politik global. Berikut adalah sintesis penelitian terdahulu yang dikelompokkan berdasarkan variabel utama penelitian ini.

Dampak Variabel Makroekonomi

Penelitian mengenai dampak fundamental ekonomi terhadap IHSG menunjukkan hasil yang beragam, yang sering kali dipengaruhi oleh frekuensi data yang digunakan. Ahmad dan Badri (2022) meneliti bagaimana pengaruh inflasi dan suku bunga terhadap IHSG dengan menggunakan data bulanan periode 2013-2021. Hasilnya menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan, namun suku bunga tidak memiliki dampak konsisten dalam jangka pendek.

Berbeda dengan penelitian lainnya, studi empiris oleh Yohanes & Setyawan (2024) pada periode 2018-2022 yang menggunakan metode TARCH menemukan bahwa suku bunga acuan justru berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG, yang mengindikasikan bahwa pasar merespons kenaikan suku bunga sebagai sinyal pemulihan ekonomi yang kuat. Hal ini sejalan dengan Atu Rohmah (2025) yang menganalisis periode 2021-2024, di mana ditemukan bahwa pasar cenderung lebih merespons inflasi (sebagai indikator daya beli) dibandingkan perubahan suku bunga, kecuali jika terjadi kejutan kebijakan yang ekstrem.

Kelemahan umum dari studi-studi di atas adalah penggunaan data agregat (bulanan) yang cenderung gagal menangkap fluktuasi harga yang terjadi tepat pada hari pengumuman (*announcement effect*), sebuah celah yang akan diisi oleh penelitian ini dengan menggunakan data harian.

Berdasarkan *Signaling Theory*, pengumuman ekonomi yang tidak terduga dapat memberikan sinyal kepada pasar. Kenaikan suku bunga mengejutkan pasar dan meningkatkan ketidakpastian biaya modal, yang kemudian memicu penyesuaian harga aset secara cepat sehingga volatilitas meningkat. Hal yang sama berlaku untuk rilis data inflasi yang tinggi serta rilis indikator eksternal seperti neraca perdagangan. Oleh karena itu, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut:

H1: Pengumuman kenaikan suku bunga acuan (BI7DRR), rilis data inflasi, dan rilis data neraca perdagangan berpengaruh signifikan terhadap volatilitas IHSG.

Dampak Peristiwa Politik (*Political Events*)

Penelitian mengenai dampak politik terhadap pasar saham Indonesia semakin relevan menjelang pemilu 2024. Menurut penelitian Hamdani et al. (2024) mengenai dampak Pemilihan Umum terhadap volatilitas IHSG, mereka menemukan pola historis bahwa pada bulan-bulan politik, IHSG cenderung mengalami peningkatan nilai (akibat belanja kampanye), namun diiringi dengan lonjakan volatilitas akibat ketidakpastian hasil pemilu.

Dalam konteks yang lebih luas, Lausegger (2021) dalam studi lintas negara menunjukkan bahwa pasar saham menjelang pemilu mengalami peningkatan yang signifikan dalam ketidakpastian, terutama di negara-negara dengan sistem politik yang sedang berkembang. Namun, Amtiran (2025) melakukan penyelidikan peristiwa pada pemilu Indonesia sebelumnya dan menemukan bahwa pasar modal Indonesia semakin efisien, dengan tingkat pengembalian yang tidak biasa di sekitar tanggal pemilu yang semakin menurun, menunjukkan bahwa investor lokal mulai terbiasa (bertahan) dengan siklus politik lima tahunan.

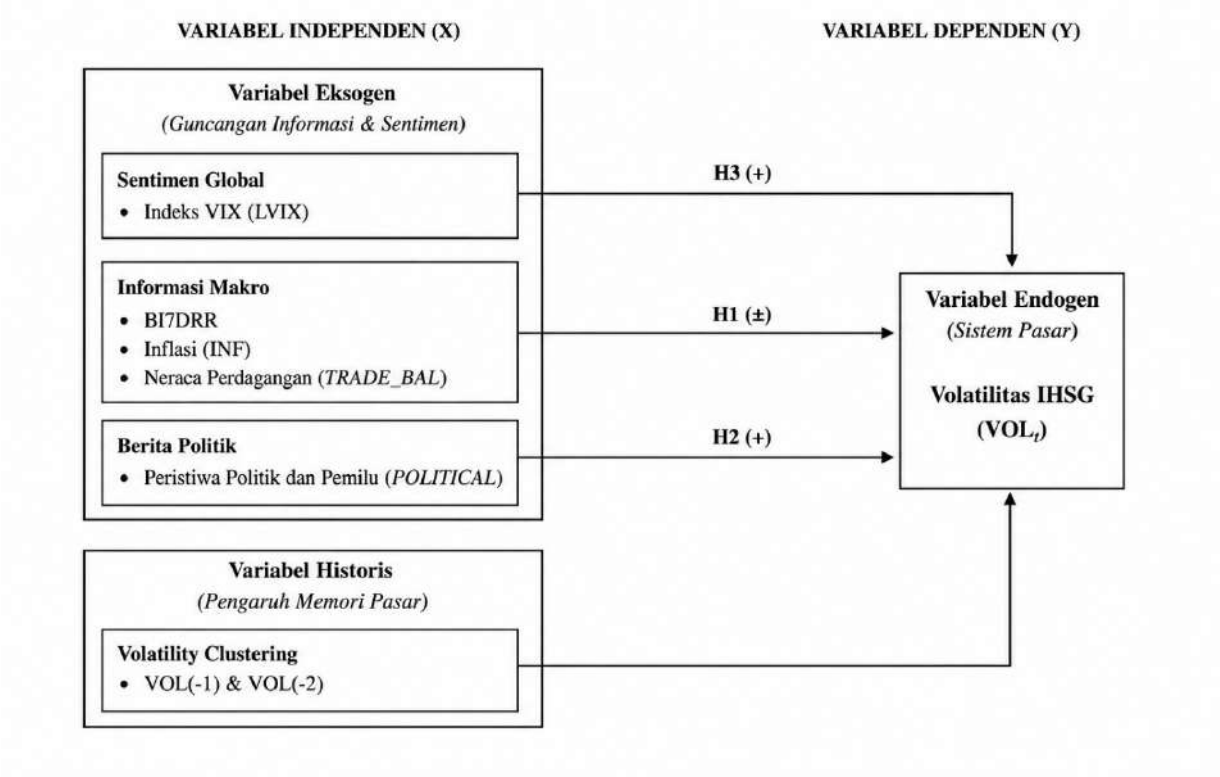
Sesuai dengan *Uncertainty Hypothesis*, munculnya berita politik (terutama yang bersentimen negatif atau berkaitan dengan ketidakpastian pemilu) akan meningkatkan premi risiko investor. Peningkatan ketidakpastian ini memicu aksi jual jangka pendek yang berujung pada peningkatan volatilitas harian di pasar saham. Oleh karena itu, hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut:
H2: Berita politik (*Political News*) memiliki pengaruh signifikan terhadap peningkatan volatilitas IHSG.

Dampak Sentimen Risiko Global (VIX)
Penelitian mengenai transmisi volatilitas global ke pasar domestik secara konsisten menunjukkan hasil yang signifikan. Menurut penelitian Kumala Dewi dan Masithoh Haryadi (2021) yang meneliti periode awal pandemi COVID-19, lonjakan volatilitas IHSG berkorelasi sangat kuat dengan kepanikan global (VIX), mengalahkan faktor fundamental domestik. Temuan ini menegaskan hipotesis *Financial Contagion*, di mana pasar saham Indonesia sangat rentan terhadap *capital outflow* ketika sentimen risiko di pasar Amerika Serikat meningkat, terlepas dari kondisi makroekonomi domestik yang stabil.

Berdasarkan *Financial Contagion Theory*, kepanikan yang terjadi di pasar global (ditandai dengan kenaikan indeks VIX) akan ditransmisikan ke pasar domestik melalui penarikan modal asing (*capital outflow*). Kondisi ini menyebabkan volatilitas IHSG merespons guncangan eksternal secara asimetris (searah), di mana volatilitas global (VIX) memengaruhi bursa domestik tanpa adanya hubungan timbal balik (*feedback loop*). Oleh karena itu, hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut:
H3: Guncangan pada indeks volatilitas global (VIX) berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas IHSG.

Kerangka Pemikiran
Penelitian ini menggunakan pendekatan sistemik di mana volatilitas pasar saham dipandang sebagai hasil interaksi antara dinamika internal pasar dan guncangan informasi eksternal. Model *Autoregressive with Exogenous Variables* (AR-X) digunakan untuk memetakan hubungan tersebut secara dinamis. Berdasarkan karakteristik Indonesia sebagai *small open economy*, struktur variabel dalam sistem persamaan tunggal ini direkonstruksi untuk menghindari kesalahan kausalitas. Dalam kerangka model AR-X ini, pengelompokan variabel diatur secara **searah (*non-reciprocal*)** di mana fokus sistem murni diletakkan pada variabel endogen tunggal, yaitu Volatilitas IHSG (VOL), sehingga mengeliminasi asumsi hubungan timbal balik (*feedback loop*) kontemporer antara pasar saham domestik dan pasar saham global.

Sebaliknya, posisi *CBOE Volatility Index* (VIX) ditempatkan secara ketat sebagai variabel eksogen bersama dengan variabel guncangan informasi lainnya, yaitu pengumuman BI7DRR, rilis data inflasi, rilis data neraca perdagangan, dan berita politik. Seluruh variabel eksogen tersebut bertindak sebagai *input* informasi satu arah (*one-way causality*) yang memengaruhi sistem pasar saham domestik secara seketika, namun tidak dapat mempengaruhi balik oleh aktivitas perdagangan harian di Bursa Efek Indonesia. **Secara skematis, hubungan struktural kausalitas satu arah dan peletakan hipotesis dalam penelitian ini digambarkan pada Gambar 1.**



Gambar 1. Kerangka Berpikir

METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder berbentuk runtut waktu (*time series*) berfrekuensi harian (*daily frequency*). Periode pengamatan mencakup 1 Januari 2020 hingga 30 Desember 2024, yang merepresentasikan total observasi perdagangan aktif (*trading days*) setelah proses pembersihan data (*data cleaning*). Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) berupa data harga penutupan harian (*closing price*) yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (IDX) dan *Google Finance*. Selanjutnya, data harian VIX *Index (CBOE Volatility Index)* diperoleh dari *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) melalui laman *Google Finance.* Untuk data makroekonomi yang mencakup BI *7-Day Reverse Repo Rate* (BI7DRR), tingkat inflasi, dan neraca perdagangan, data diperoleh dari publikasi resmi Bank Indonesia (BI) dan Badan Pusat Statistik (BPS). Selain itu, data mengenai berita politik dihimpun dari portal berita nasional terpercaya, seperti Kompas, CNN Indonesia, dan CNBC Indonesia, guna mengidentifikasi tanggal-tanggal peristiwa politik krusial.

Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini membedakan variabel menjadi dua kategori utama sesuai spesifikasi model AR-X, yaitu variabel endogen (sistem pasar) dan variabel eksogen (sumber guncangan).

Variabel Endogen

Variabel endogen adalah variabel yang ditentukan di dalam sistem model dan saling mempengaruhi satu sama lain. Dalam penelitian ini, hanya terdapat satu variabel tunggal yang diposisikan sebagai variabel

endogen, yaitu Volatilitas IHSG (VOL) yang diukur menggunakan pendekatan *Squared Log Return* untuk menangkap variabilitas harga harian. Pendekatan ini dirumuskan sebagai berikut:

$$R_t = ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (1)$$

$$VOL_t = (R_t - \underline{R})^2 \approx R_t^2 \quad (2)$$

Di mana P_t adalah harga penutupan IHSG pada hari ke-*t.* Fokus pada satu variabel endogen ini bertujuan untuk melihat respons murni dari pasar saham domestik tanpa mengasumsikan pasar domestik dapat memengaruhi pasar global.

Variabel Eksogen

Variabel eksogen diperlukan sebagai *event shocks* yang hanya memiliki nilai pada tanggal rilis atau pengumuman dan bernilai nol pada hari lainnya, guna menangkap *announcement effect*. Terdapat lima variabel eksogen yang digunakan dalam penelitian ini. Pertama, Sentimen Risiko Global (VIX) diukur menggunakan nilai penutupan harian *CBOE Volatility Index* dan ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural (LVIX). Variabel ini secara ketat diposisikan sebagai eksogen untuk mencerminkan asimetri hubungan global, di mana pasar Amerika Serikat bersifat dominan dan guncangannya menular secara searah ke pasar domestik.

Kedua, Kebijakan Moneter (BI7DRR) menggunakan nilai tingkat suku bunga acuan pada tanggal pengumuman Rapat Dewan Gubernur (RDG) dalam satuan persen. Ketiga, inflasi (INF) menggunakan nilai inflasi *Year-on-Year* (YoY) aktual yang dirilis oleh BPS setiap awal bulan, juga dalam satuan persen. Keempat, Neraca Perdagangan (TRADE_BAL) mencerminkan nilai surplus atau defisit neraca perdagangan Indonesia yang dirilis oleh BPS, dengan satuan yang disesuaikan menjadi juta USD untuk menjaga konsistensi skala.

Terakhir, berita politik (POLITICAL) diukur menggunakan variabel dummy untuk menangkap sentimen berita politik. Pengkodean variabel *dummy* ini menggunakan nilai 1 untuk berita politik yang bersentimen positif atau kondusif, nilai 0 untuk kondisi netral atau ketika tidak ada peristiwa politik yang signifikan, serta nilai -1 untuk berita politik bersentimen negatif atau yang memicu ketidakpastian tinggi, seperti sengketa pemilu atau kerusuhan. Guna memenuhi aspek uji reliabilitas pada proses pengkodean kualitatif ini, dilakukan triangulasi sumber (*source triangulation*) dengan membandingkan minimal dua portal berita arus utama untuk setiap peristiwa politik guna memastikan konsistensi dan meminimalisasi bias subjektivitas.

Teknik Pengolahan Data

Untuk memastikan validitas estimasi model harian, dilakukan prosedur *pre-processing* data yang mencakup dua langkah utama. Langkah pertama adalah sinkronisasi ketidaklengkapan data pada hari libur dan akhir pekan. Mengingat data bursa domestik tutup pada akhir pekan, sementara beberapa data rentang waktu lainnya mungkin memerlukan kontinuitas harian, penelitian ini secara spesifik menerapkan metode *Last Observation Carried Forward* (LOCF) untuk menyinkronkan data IHSG dengan observasi harian. Metode LOCF ini memastikan nilai observasi terakhir yang valid dipertahankan (dibawa ke depan) guna menghindari hilangnya informasi volatilitas. Langkah kedua adalah penyesuaian tanggal rilis variabel makroekonomi. Data makroekonomi, seperti tingkat inflasi dan neraca perdagangan yang pada dasarnya berfrekuensi bulanan, dipetakan (*mapped*) secara spesifik ke tanggal rilis resminya (*release date*). Pada hari perdagangan selain tanggal rilis tersebut, nilai variabel makro ini diatur menjadi nol. Pendekatan ini

sejalan dengan asumsi bahwa pasar merespons kejutan informasi secara instan khusus pada hari pengumuman itu berlangsung.

Metode Analisis Data: AR-X

Penelitian ini menggunakan model *Autoregressive with Exogenous Variables* (AR-X). Berbeda dengan VAR standar, model ini mereduksi sistem menjadi regresi persamaan tunggal yang menempatkan pemisahan tegas antara variabel yang merespons secara dinamis (endogen: IHSG) dan variabel-variabel yang murni menjadi penyebab guncangan eksternal (eksogen: VIX, makro, politik).

Persamaan matematis model AR-X yang digunakan adalah:

$$VOL_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i VOL_{t-i} + \sum_{k=1}^{K} \beta_k X_{k,t} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Berdasarkan persamaan tersebut, Y_t merepresentasikan variabel endogen tunggal volatilitas IHSG (VOL) pada waktu *t*, sedangkan $X_{k,t}$ merupakan vektor variabel eksogen yang mencakup sentimen risiko global (LVIX), tingkat suku bunga acuan (BI7DRR), inflasi (INF), neraca perdagangan (TRADE_BAL), dan berita politik (POLITICAL). Selanjutnya, α_i adalah koefisien autoregresif yang menunjukkan besaran pengaruh masa lalu atau *lag* dari volatilitas itu sendiri, dan β_k merupakan koefisien untuk variabel eksogen yang berfungsi untuk menangkap dampak dari guncangan informasi atau berita. Terakhir, model ini menyertakan ε_t yang merepresentasikan vektor *error term* atau variabel gangguan acak di dalam sistem persamaan.

Tahapan Pengujian Hipotesis

Uji Stasioneritas (Unit Root Test)

Menggunakan *Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test* untuk memastikan seluruh variabel stasioner, sehingga terhindar dari regresi palsu (*spurious regression*). Kriteria penerimaan adalah nilai probabilitas ADF < 0,05.

Penentuan Lag Optimum

Menggunakan kriteria informasi seperti *Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Schwarz Information Criterion* (SIC). Lag yang dipilih adalah lag yang menghasilkan nilai AIC/SIC terkecil, yang mengindikasikan model paling efisien (*parsimonious*) dalam menangkap efek memori pasar (*volatility clustering*)

Uji Multikolinearitas

Digunakan untuk memastikan tidak adanya korelasi linear yang kuat antar sesama variabel eksogen. Pengujian ini menggunakan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dengan kriteria bebas dari masalah multikolinearitas apabila nilai VIF < 10.

Estimasi Model dengan HAC *Newey-West Standard Errors*

Karakteristik data volatilitas keuangan berfrekuensi harian sangat rentan terhadap masalah pelanggaran asumsi klasik, khususnya autokorelasi serial dan heteroskedastisitas (*fat tails*). Sebagai substitusi dari uji *Lagrange Multiplier* (LM) dan *White Heteroskedasticity Test* konvensional yang kerap gagal pada data volatilitas, penelitian ini mengaplikasikan pendekatan *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent* (HAC) *Standard Errors* yang dikembangkan oleh Newey dan West (1987). Dengan mengestimasi persamaan AR-X menggunakan spesifikasi HAC Newey-West, standar error dikoreksi secara otomatis

sehingga nilai probabilitas statistik yang dihasilkan tetap *robust*, efisien, dan tidak bias meskipun residu model mengandung autokorelasi dan varians yang tidak konstan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Sebelum melakukan estimasi model AR-X, analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data volatilitas IHSG, VIX, dan variabel makroekonomi selama periode 2020-2024.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	VOL	LVIX	BIRATE	INF	TRADE_BAL	POLITICAL
Mean	1,0848	3,0085	0,0009	0,1304	119,0166	-0,0056
Median	0,2700	2,9816	0	0	0	0
Maximum	94,1700	4,4150	0,5000	5,9500	7578,5000	1
Minimum	0	2,4731	-0,2500	0	-0,4000	-1
Std. Dev.	3,9288	0,3218	0,0359	0,6512	691,7681	0,0813
Observation	1167	1167	1167	1167	1167	1167

Sumber: Data yang diolah (2025)

Berdasarkan Tabel 1, terlihat bahwa volatilitas IHSG (VOL) memiliki nilai maksimum yang sangat tinggi pada awal periode pengamatan (Maret 2020), yang mencerminkan kepanikan pasar akibat pandemi COVID-19. Rata-rata (Mean) volatilitas cenderung menurun pada periode pemulihan (2021-2023), namun kembali menunjukkan dinamika pada tahun politik 2024. Variabel POLITICAL memiliki nilai rata-rata mendekati nol, mengindikasikan bahwa distribusi berita politik positif dan negatif relatif seimbang selama periode pengamatan.

Uji Prasyarat Estimasi AR-X

Uji Stasioneritas Data

Langkah pertama dalam pemodelan *time series* adalah memastikan seluruh variabel bersifat stasioner untuk menghindari regresi lancung (*spurious regression*). Pengujian dilakukan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test*.

Tabel 2. Hasil Uji Unit (ADF Test)

Variabel	t-Statistic	Prob	Keterangan
VOL	-5,2344080	0,0000	Stasioner
LVIX	-4,5180750	0,0002	Stasioner

Sumber: Data yang diolah (2025)

Berdasarkan hasil pada Tabel 2, variabel volatilitas IHSG (VOL) dan VIX (LOG_VIX) stasioner pada tingkat level, dibuktikan dengan nilai probabilitas ADF < 0,05. Hal ini memenuhi syarat untuk dilanjutkan ke estimasi AR-X.

Penentuan Lag Optimum

Penentuan *lag* optimal bertujuan untuk menangkap pengaruh historis volatilitas (*volatility clustering*) tanpa mengurangi derajat kebebasan (*degree of freedom*) secara berlebihan. Penentuan *lag* optimum pada model ini dievaluasi melalui kriteria informasi pada spesifikasi model dasar secara bertahap.

Tabel 3. Kriteria Pemilihan Lag Optimum

Spesifikasi Model	Akaike Info Criterion (AIC)	Schwarz Criterion (SC)
Model AR-X (Lag 1)	5,429	5,459
Model AR-X (Lag 2)	5,383	5,417
Model AR-X (Lag 3)	5,370*	5,409*

Sumber: Data yang diolah, 2025

Berdasarkan kriteria *Schwarz Information Criterion* (SC) dan *Akaike Information Criterion* (AIC), nilai terendah secara konsisten ditemukan pada spesifikasi *lag* 3 (SC = 5,409). Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan estimasi model AR-X dengan ordo *lag* 3.

Uji Diagnostik Residual

Sebelum menginterpretasi hasil regresi, pengujian diagnostik dilakukan untuk memastikan kelayakan model. Mengingat karakteristik data keuangan frekuensi harian yang rentan terhadap masalah autokorelasi serial dan heteroskedastisitas, penelitian ini secara langsung mengaplikasikan metode *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent* (HAC) *Newey-West Standard Errors* pada estimasi AR-X. Pendekatan ini mengoreksi standar error secara otomatis sehingga estimasi parameter tetap *robust* dan tidak bias, yang secara praktis menggantikan kewajiban uji *Lagrange Multiplier* (LM) dan *White Test*.

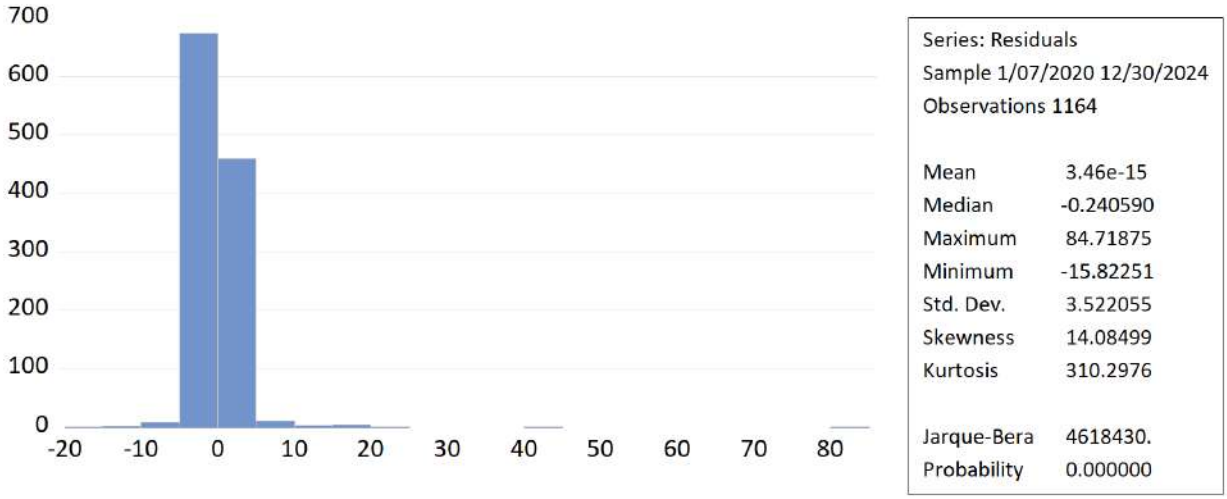
Selanjutnya, pengujian multikolinearitas dilakukan untuk memastikan tidak adanya korelasi linear yang kuat antarvariabel independen. Berdasarkan hasil pengujian, nilai *Centered Variance Inflation Factor* (VIF) untuk seluruh variabel eksogen berada jauh di bawah batas toleransi 10 (LVIX = 3,29; BIRATE = 1,70; INF = 1,12; TRADE_BAL = 1,30; POLITICAL = 1,01). Hal ini mengonfirmasi bahwa model AR-X terbebas dari masalah multikolinearitas.

Tabel 4. Hasil Multikolinearitas (Variance Inflation Factors)

Variabel	Centered VIF	Keterangan
VOL(-1)	5,480864	Bebas Multikolinearitas
VOL(-2)	2,037298	Bebas Multikolinearitas
VOL(-3)	4,353001	Bebas Multikolinearitas
LVIX	3,295642	Bebas Multikolinearitas
BIRATE	1,700126	Bebas Multikolinearitas
INF	1,120958	Bebas Multikolinearitas
TRADE_BAL	1,305297	Bebas Multikolinearitas
POLITICAL	1,016246	Bebas Multikolinearitas

Sumber: Data sekunder diolah, 2025

Terakhir, hasil uji normalitas *Jarque-Bera* menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000 (< 0,05) dengan nilai *kurtosis* yang ekstrem (310,29). Ketidaknormalan berdistribusi leptokurtik (*fat-tails*) ini merupakan karakteristik umum (*stylized facts*) dari data keuangan harian yang menangkap guncangan krisis ekstrem (seperti *panic selling* awal pandemi). Dengan jumlah observasi yang sangat besar (1.164 sampel), estimasi model tetap valid secara asimtotik berlandaskan *Central Limit Theorem* (CLT).



Gambar 2. Grafik Histogram Residual Uji Normalitas Jarque-Bera

Hasil Estimasi Model AR-X

Bagian ini menyajikan hasil estimasi pengaruh variabel endogen masa lalu dan variabel guncangan informasi eksternal (eksogen) terhadap volatilitas IHSG hari ini.

Tabel 5. Ringkasan Hasil AR-X

Variabel	Koefisien	t-Statistic	Probabilitas	Keterangan
C	-7,5681	-2,7176	0,0067	Signifikan
VOL(-1)	0,0754	1,7299	0,0839	Signifikan (pada α 10%)
VOL(-2)	0,2025	1,8313	0,0673	Signifikan (pada α 10%)
VOL(-3)	0,1210	1,1853	0,2361	Tidak Signifikan
LVIX	2,7299	2,8415	0,0046	Signifikan
BIRATE	-2,1016	-0,8321	0,4055	Tidak Signifikan
INF	0,1188	0,8117	0,4171	Tidak Signifikan
TRADE_BAL	-0,0001	-3,0033	0,0027	Signifikan
POLITICAL	-1,1711	-1,0372	0,2998	Tidak Signifikan

Sumber: Data sekunder diolah, 2025

Keterangan: Diestimasi menggunakan regresi Ordinary Least Squares (OLS) dengan penyesuaian Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent (HAC) Newey-West Standard Errors. Nilai Adjusted R-squared = 0.1928 (19,28%).

Berdasarkan Tabel 5, hasil estimasi persamaan volatilitas IHSG menunjukkan empat temuan utama. Pertama, terkonfirmasinya fenomena *volatility clustering*, di mana variabel volatilitas masa lalu pada *lag* 1 dan 2 terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas saat ini pada tingkat signifikansi 10% (nilai probabilitas 0,0839 dan 0,0673). Kedua, terdapat pengaruh risiko global (LVIX) yang terbukti berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap volatilitas IHSG dengan koefisien 2,7299 dan

probabilitas 0,0046. Hal ini mengindikasikan bahwa kenaikan risiko di pasar global berdampak nyata pada peningkatan gejolak pasar domestik.

Ketiga, berlawanan dengan variabel global, sebagian besar variabel makroekonomi domestik (BIRATE dan INF) serta berita politik (POLITICAL) secara statistik terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas IHSG. Keempat, terdapat satu anomali fundamental di mana pengumuman Neraca Perdagangan (TRADE_BAL) terbukti berpengaruh negatif dan sangat signifikan (Prob. 0,0027) terhadap pergerakan volatilitas pasar.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Rasionalitas Pasar dan Sinyal Fundamental

Pengujian terhadap Hipotesis 1 (H1) menunjukkan hasil yang bertolak belakang dengan ekspektasi awal untuk sebagian besar variabel. Variabel fundamental makroekonomi berupa pengumuman suku bunga acuan (BI7DRR) dan inflasi terbukti tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap lonjakan volatilitas harian IHSG. Hasil ini secara empiris berbeda dan menolak penelitian terdahulu seperti Yohanes dan Setyawan, (2024) serta Atu Rohmah (2025) yang menemukan pengaruh signifikan suku bunga dan inflasi terhadap indeks saham. Perbedaan mencolok ini diyakini kuat bersumber dari penggunaan frekuensi data. Penelitian sebelumnya menggunakan data bulanan yang rentan terhadap *time-aggregation* bias, sedangkan penelitian ini menggunakan data harian yang secara presisi merekam reaksi pasar sesaat.

Ketidaksignifikanan guncangan makro (suku bunga dan inflasi) ini justru memperkuat keberlakuan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk setengah kuat di Bursa Efek Indonesia. Tidak adanya lonjakan volatilitas pada hari pengumuman mengindikasikan bahwa data makro tersebut telah diserap dan diprediksi sebelumnya (priced-in) oleh konsensus analis. Opini penulis memandang bahwa tidak adanya gejolak ini merupakan cerminan dari suksesnya strategi komunikasi kebijakan (forward guidance) dari Bank Indonesia dan Pemerintah selama periode 2020-2024 yang sangat transparan. Karena tidak ada elemen "kejutan" (monetary surprise) ekstrem seperti yang dikemukakan oleh Bernanke & Kuttner (2004), investor tidak perlu melakukan aksi beli atau jual secara panik saat pengumuman resmi dirilis.

Meskipun demikian, anomali justru ditemukan pada variabel Neraca Perdagangan (TRADE_BAL) yang terbukti berpengaruh sangat signifikan (Prob. 0,0027) dengan arah koefisien negatif. Temuan ini mengindikasikan bahwa rilis data surplus perdagangan direspons secara positif oleh pasar sebagai sinyal fundamental yang kuat. Berbeda dengan inflasi dan suku bunga yang bersifat siklikal dan dapat diantisipasi, besaran surplus atau defisit neraca perdagangan sering kali memuat komponen kejutan informasi terkait kinerja ekspor-impor riil. Kepastian fundamental dari surplus perdagangan ini berhasil meningkatkan kepercayaan investor terhadap stabilitas nilai tukar rupiah, sehingga secara efektif mampu meredam (menurunkan) tingkat volatilitas harian IHSG. Oleh karena itu, secara keseluruhan Hipotesis 1 (H1) hanya diterima secara parsial pada variabel neraca perdagangan, sedangkan untuk variabel suku bunga dan inflasi dinyatakan ditolak.

Berita Politik dan Perilaku Wait and See

Selanjutnya, hasil pengujian untuk Hipotesis 2 (H2) menunjukkan bahwa berita politik (POLITICAL) tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas IHSG. Dengan demikian, Hipotesis 2 (H2) secara statistik ditolak. Temuan ini sangat menarik karena membantah literatur internasional lintas negara oleh Lausegger (2021) yang berargumen bahwa peristiwa pemilu di negara berkembang secara absolut akan memicu ketidakpastian tak terukur (*Knightian Uncertainty*). Namun, temuan ini justru sangat selaras dengan studi lokal oleh Amtiran (2025), yang menemukan bahwa pasar modal Indonesia telah belajar dari sejarah dan semakin efisien (kebal) dalam menghadapi siklus politik lima tahunan.

Dari perspektif keuangan keperilakuan, ketidaksignifikanan variabel politik ini membuktikan telah terjadinya kedewasaan institusional (market learning effect) di Bursa Efek Indonesia. Pelaku pasar tidak lagi terjebak pada bias emosional yang memicu ketidakpastian ekstrem saat menghadapi siklus politik, melainkan menunjukkan rasionalitas tinggi dengan memfokuskan kalkulasi risiko pada fundamental pemulihan ekonomi pasca pandemi. Postur kehati-hatian investor dalam menyikapi agenda transisi pemerintahan dengan strategi wait and see ini secara efektif menyerap potensi guncangan, sehingga sentimen politik kehilangan daya ungkitnya dalam mendikte struktur volatilitas pasar domestik.

Integrasi Pasar Global dan Efek Contagion

Pengujian terhadap Hipotesis 3 (H3) yang menyatakan bahwa guncangan *indeks volatilitas global* (VIX) berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas IHSG terbukti dapat diterima. Nilai signifikansi statistik yang sangat kuat (Prob. 0,0046) membuktikan berlakunya *Financial Contagion Theory*. Sebagai negara dengan ekonomi terbuka (*small open economy*), pasar modal Indonesia tidak kebal terhadap sentimen *risk-off global.*

Temuan ini secara empiris mengonfirmasi penelitian Kumala Dewi dan Masithoh Haryadi (2021) serta Forbes dan Rigobon (2002), yang menyatakan bahwa kepanikan di *Wall Street* (VIX) memicu perpindahan modal (*capital outflow*) seketika di bursa domestik. Menurut opini penulis, sensitivitas struktural ini mengharuskan investor lokal untuk selalu menjadikan indeks VIX sebagai sinyal peringatan dini (*early warning signal*) dalam mengalibrasi manajemen risiko portofolio harian mereka.

Temuan Tambahan: Persistensi Volatilitas (*Volatility Clustering*)

Di luar pengujian variabel eksogen di atas, hasil estimasi struktural AR-X (Tabel 6) menunjukkan temuan tambahan yang esensial, yaitu variabel volatilitas historis terbukti memiliki daya ingat (memory effect) dalam memengaruhi fluktuasi pasar saat ini. Signifikansinya pada lag pertama dan kedua (pada tingkat signifikansi 10%) mengonfirmasi keberadaan fenomena *volatility clustering*.

Fluktuasi IHSG hari ini merupakan prediktor terbaik untuk gejolak esok hari. Penulis melihat fenomena ini sebagai indikasi bahwa secara mikrostruktur, pasar saham Indonesia sangat rentan terhadap noise trading, di mana kepanikan atau euforia investor domestik mengamplifikasi sentimen itu sendiri secara berlebihan, sejalan dengan temuan dari Wehrli & Sornette (2022).

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis respons dinamis volatilitas IHSG terhadap guncangan informasi makroekonomi, berita politik, dan sentimen global menggunakan pendekatan model *Autoregressive with Exogenous Variables* (AR-X) yang diestimasi dengan penyesuaian *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent* (HAC) *Newey-West* pada data harian periode 2020-2024. Berdasarkan hasil estimasi dan pembahasan, ditarik beberapa simpulan utama.

Pertama, terkait dengan guncangan informasi makroekonomi (H1), pasar modal domestik mencerminkan dua karakteristik yang kontradiktif. Di satu sisi, ketidaksignifikanan pengumuman BI7DRR dan inflasi mengonfirmasi keberlakuan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk setengah kuat. Makna besar dari temuan ini adalah bahwa kredibilitas dan transparansi komunikasi kebijakan (*forward guidance*) otoritas moneter telah berhasil memitigasi elemen kejutan (*monetary surprise*), sehingga informasi makro tersebut telah diserap secara sempurna oleh pasar (*priced-in*) sebelum rilis resmi dilakukan. Di sisi lain, ditemukannya pengaruh negatif yang sangat signifikan dari neraca perdagangan bertindak sebagai *fundamental signaling* yang kuat. Surplus perdagangan memberikan kepastian struktural atas stabilitas eksternal dan nilai tukar, yang secara efektif mampu menenangkan kepanikan investor dan meredam volatilitas bursa.

Kedua, hasil pengujian terhadap berita politik (H2) dinyatakan ditolak secara statistik. Signifikansi teoretis dari temuan ini membantah *Uncertainty Hypothesis* konvensional di pasar negara berkembang. Alih-alih memicu ketidakpastian yang tidak terukur (*Knightian Uncertainty*) yang bermuara pada *panic selling*, investor di Bursa Efek Indonesia terbukti telah mengalami proses pembelajaran institusional (*market learning effect*) terhadap siklus politik lima tahunan. Pelaku pasar cenderung bersikap pragmatis dan rasional dengan mengadopsi postur defensif yang memprioritaskan kalkulasi fundamental pascapandemi, sehingga dinamika politik domestik tereduksi hanya menjadi faktor sekunder (*second-order effect*) yang tidak mendikte struktur risiko pasar.

Ketiga, pengujian terhadap sentimen risiko global (H3) terbukti positif dan sangat signifikan, sehingga *Financial Contagion Theory* secara empiris diterima. Makna strategis dari temuan ini menegaskan bahwa sebagai perekonomian terbuka kecil (*small open economy*), integrasi keuangan internasional menempatkan IHSG pada posisi yang rentan terhadap guncangan eksternal murni (*push factors*). Ketakutan di pasar keuangan negara maju (Wall Street) yang terekam pada indeks VIX bertindak sebagai transmisi risiko instan yang memicu realokasi portofolio global secara massal keluar dari pasar domestik, mengungguli kekuatan informasi fundamental internal.

Keempat, di luar kerangka guncangan informasi eksternal, pengujian struktural model AR-X membuktikan keberadaan *volatility clustering* yang persisten melalui signifikansi masa lalu bursa. Secara mikrostruktur, temuan ini mengindikasikan bahwa pergerakan IHSG bersifat *self-driven*, di mana pasar memiliki memori jangka pendek yang kuat terhadap tata kelola risikonya sendiri. Gejolak yang terjadi sebelumnya cenderung mengamplifikasi perilaku ikut-ikutan (*herd behavior*) dan *noise trading* di kalangan investor domestik, yang memperpanjang durasi pemulihan pasar setelah terkena guncangan.

Kesimpulan tersebut membawa implikasi praktis yang saling berkesinambungan bagi investor dan regulator. Mengingat kuatnya fenomena *volatility clustering*, investor disarankan menggunakan model volatilitas historis (seperti GARCH atau *Historical Volatility*) sebagai basis utama manajemen risiko harian karena pola volatilitas masa lalu cenderung berulang. Selain itu, investor perlu lebih memprioritaskan pemantauan pergerakan indeks VIX di AS sebagai sinyal peringatan dini (*early warning signal*) potensi *capital outflow* serta mencermati rilis neraca perdagangan, dibandingkan dengan bereaksi berlebihan terhadap rilis data makroekonomi domestik rutin seperti suku bunga dan inflasi yang dampaknya cenderung netral. Ketidaksignifikanan variabel politik juga menyiratkan bahwa investor tidak perlu melakukan aksi *panic selling* saat muncul berita politik. Strategi defensif atau *hold* lebih disarankan karena pasar cenderung stabil dalam fase transisi pemerintahan.

Di sisi lain, bagi regulator, tidak melonjaknya volatilitas saat pengumuman BI7DRR menandakan bahwa komunikasi kebijakan (*forward guidance*) Bank Indonesia telah berjalan efektif. Transparansi ini perlu terus dipertahankan untuk menjaga stabilitas ekspektasi pasar. Terakhir, karena IHSG terbukti rentan terhadap guncangan VIX, otoritas pasar modal perlu memperkuat mekanisme penyangga (*buffer*) stabilitas pasar, seperti protokol *trading halt* yang responsif, guna mengantisipasi kepanikan kiriman dari pasar global.

DAFTAR PUSTAKA

Ahmad, S. J., & Badri, J. (2022). Pengaruh Inflasi Dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2013-2021. *Jurnal Economina*, *1*(3).

Amtiran, P. Y. (2025). The Impact Of Political Events On The Indonesia Stock Exchange. In *Journal Of Management Small and Medium Enterprises (SME's)* (Vol. 18, Number 2).

Atu Rohmah, S. (2025). Pengaruh Suku Bunga dan Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Indonesia Periode 2021-2024. *Jurnal Ekonomi Bisnis Antartika*, *3*(2), 91–97. https://doi.org/10.70052/jeba.v3i2.968

Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Jorring, A., Kost, K., Al-Kuwari, A., Biffar, S., Boehnke, J., Dashkeyev, V., Deriy, O., Dinh, E., Ezure, Y., Gong, R., Jindal, S., Kim, R., Klosin, S., Koh, J., Lajewski, P., Nebiyu, D., Katz, L. (2016). *Measuring Economic Policy Uncertainty*. www.policyuncertainty.com

Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2004). *What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?*

Chan, K. F., & Smales, L. A. (2025). U.S. Presidential news coverage: Risk, uncertainty and stocks. *International Review of Economics and Finance*, *98*. https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.103927

Dianita, P. E., Dewi, M., Gede, L., & Dewi, K. (2025). Analisis Perubahan Harga Saham IDX30 Sebelum dan Sesudah Penetapan Hasil Pemilu 2024. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Humanika*, *15*(1).

Fama, E. F. (1970). American Finance Association, Haas School of Business Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 25, Number 2).

Forbes, K., & Rigobon, R. (2002). *No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements*.

Hamdani, H., Elvaretta, K. L., Wardani, M. A. K., & Kartiasih, F. (2024). The Impact of General Elections on Stock Market Volatility in Indonesia (2004–2023). *JPPUMA Jurnal Ilmu Pemerintahan dan Sosial Politik Universitas Medan Area*, *12*(1), 75–96. https://doi.org/10.31289/jppuma.v12i1.11126

Karimi, C. W., & Nasieku, T. (2024). Behavioral Biases and Investment Decisions: An Empirical Review. *International Journal of Social Science and Humanities Research (IJSSHR) ISSN 2959-7056 (o); 2959-7048 (p)*, *2*(3), 324–331. https://doi.org/10.61108/ijsshr.v2i3.144

Kasnelly, S., & Habibah, K. (2025). Dampak Kebijakan Moneter Terhadap Penilaian Pasar Modal: Studi Kasus Obligasi Dan Saham Di Indonesia. *Zona Keuangan*, *15*(1).

Kumala Dewi, C., & Masithoh Haryadi, R. (2021). Jurnal Ekonomi Dan Manajemen Volatility Analysis Of Indonesia Composite Index During Covid-19. *Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*.

Lausegger, M. (2021). Stock Markets In Turmoil: Political Institutions And The Impact Of Elections. *Economics And Politics*, *33*(1), 172–204. https://Doi.Org/10.1111/Ecpo.12169

Li, W. (2024). *International Journal Of Global Economics And Management Analysis Of Financial Market Efficiency*.

Madhani, A. O. (2024). Dinamika Volatilitas Indeks Harga Saham Dan Indikator Makroekonomi: Mengelola Optimisme Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Di Era Vuca. *Bisnis Dan Pendidikan*, *4*(5), 2024. https://doi.org/10.17977/um066.v4.i5.2024.5

Market, J., Author, S., & Spence, M. (1973). Job Market Signaling. In *Source: The Quarterly Journal of Economics* (Vol. 87, Number 3).

Novak, D. (2025). The impact of macroeconomic measures on the valuation of listed equity in the US. Insights from high inflation periods. *Managerial Economics*, *26*(1), 23. https://doi.org/10.7494/manage.2025.26.1.23

Page, L., & Siemroth, C. (2021). How Much Information Is Incorporated into Financial Asset Prices? Experimental Evidence. *The Review OfFinancial Studies*, *34*(9), 4412–4449. https://doi.org/10.2307/48769664

Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. In *Source: The Bell Journal of Economics* (Vol. 8, Number 1). https://www.jstor.org/stable/3003485

Ross, S. A. (1989). Information and Volatility: The No-Arbitrage Martingale Approach to Timing and Resolution Irrelevancy. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 44, Number 1).

Sayudha, A. A. G. R., & Rasmini, N. K. (2021). Reaksi Pasar atas Pengumuman Penurunan Bank Indonesia 7-Day Reverse Repo Rate. *E-Jurnal Akuntansi*, *31*(8), 1907. https://doi.org/10.24843/eja.2021.v31.i08.p03

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355. https://doi.org/10.2307/1882010

Wasita, M. W. M., Artini, L. G. S., & Dana, I. M. (2022). The Effect of Bank Indonesia 7-Day Reverse Repo Rate on Profitability and Banking Capital in Indonesia. *European Journal of Business and Management Research*, *7*(2), 90–95. https://doi.org/10.24018/ejbmr.2022.7.2.1338

Wehrli, A., & Sornette, D. (2022). The excess volatility puzzle explained by financial noise amplification from endogenous feedbacks. *Scientific Reports*, *12*(1). https://doi.org/10.1038/s41598-022-20879-0

Yohanes, Y., & Setyawan, I. R. (2024). Pengaruh volatilitas harga minyak, kurs, dan BI rate terhadap Indeks Harga Saham Gabungan 2018-2022. *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan*, *8*(1), 29–40. https://doi.org/10.24912/jmbk.v8i1.28396

Zhang, X. (2024). The Impact of Macroeconomic Factors on Stock Valuation. In *Business, Economics and Management PGMEE* (Vol. 2024).