



ANALISIS PENGARUH INFLASI, SUKU BUNGA, DAN KURS TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) 2019-2024

Andreas Purba¹, Jason Siswanto², Sean William Gunawan³,
Universitas Prasetiya Mulya^{1,2,3,4}
aulia.huda@prasetiyamulya.ac.id⁴

INFORMASI ARTIKEL

Riwayat Artikel:

Diterima : 19/06/2025

Direvisi : 25/06/2025

Disetujui : 30/06/2025

Keywords:

Inflation, BI 7-Day Reverse Repo Rate, Rupiah/USD Exchange Rate

Kata Kunci:

Inflasi, BI 7-Day Reverse Repo Rate, Nilai Tukar Rupiah/USD

ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of macroeconomic variables—inflation, the benchmark interest rate (BI 7-Day Reverse Repo Rate), and the rupiah exchange rate against the US dollar—on the movement of the Composite Stock Price Index (IHSG) in Indonesia during the period from January 2019 to December 2024. The method used is a quantitative approach with time series analysis using the Vector Error Correction Model (VECM), equipped with a stationarity test, optimal lag test, Johansen cointegration test, Granger causality test, and Impulse Response Function (IRF) and Variance Decomposition analysis. The results of the study indicate that inflation and the benchmark interest rate have a positive and significant effect on the IHSG in the short and long term, although contrary to conventional theory. The rupiah exchange rate has a negative effect on the IHSG in the short term, but turns positive in the long term. In addition, the IHSG shows a rapid adjustment mechanism towards long-term equilibrium (error correction coefficient of -53.14%). This finding emphasizes the importance of exchange rate dynamics as a dominant variable, and provides strategic implications for investors and policy makers in managing Indonesian stock market sentiment.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi—inflasi, suku bunga acuan (BI 7-Day Reverse Repo Rate), dan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS—terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia selama periode Januari 2019 hingga Desember 2024. Metode yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif dengan analisis deret waktu menggunakan model Vector Error Correction Model (VECM), dilengkapi uji stasioneritas, uji lag optimal, uji kointegrasi Johansen, uji Granger causality, serta analisis Impulse Response Function (IRF) dan Variance Decomposition. Hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi dan suku bunga acuan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG secara jangka pendek dan jangka panjang, meskipun bertentangan dengan teori konvensional. Nilai tukar rupiah memiliki efek negatif terhadap IHSG dalam jangka pendek, namun berbalik positif dalam jangka panjang. Selain itu, IHSG menunjukkan mekanisme penyesuaian yang cepat menuju keseimbangan jangka panjang (koefisien error correction sebesar -53,14%). Temuan ini menegaskan pentingnya dinamika nilai tukar sebagai variabel dominan, serta memberi implikasi strategis pada investor dan pembuat kebijakan dalam mengelola sentimen pasar saham Indonesia.

PENDAHULUAN

Pasar modal mempunyai peran yang strategis dalam mendukung pertumbuhan dan stabilitas perekonomian suatu negara, salah satunya Indonesia. Keberadaan pasar modal memungkinkan perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan dalam jangka panjang melalui penerbitan saham (IPO) dan surat utang (obligasi), serta dapat menjadi alternatif investasi bagi masyarakat yang ingin memperoleh imbal hasil (return) atas dana yang dimilikinya (Fitria Sholikah, 2022). Pasar modal juga tidak hanya dapat menjadi indikator penting terhadap aktivitas ekonomi nasional, tetapi juga berfungsi sebagai mekanisme alokasi sumber daya keuangan yang efisien, dimana pihak yang memiliki dana lebih (investor) dapat menyalurkan dana kepada perusahaan atau pemerintah untuk kebutuhan usahanya (Putri



Lubis, 2024). IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) merupakan indikator utama yang mencerminkan kinerja pasar modal di Indonesia, karena menggambarkan fluktuasi harga rata-rata keseluruhan saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). IHSG dikategorikan sebagai barometer kesehatan pasar, karena digunakan sebagai tolok ukur untuk memahami situasi bursa, ekspektasi investor, dan pandangan terhadap ketahanan fundamental ekonomi (BEI, 2024). Oleh karena itu, fluktuasi IHSG tidak terlepas dari dinamika faktor ekonomi, khususnya variabel-variabel makroekonomi yang bersifat fundamental. Beberapa faktor makroekonomi tersebut yang berdampak pada pergerakan IHSG yakni seperti persentase inflasi, kenaikan suku bunga acuan, dan kenaikan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS. Persentase inflasi berdampak pada daya beli masyarakat dan beban biaya operasional yang ditanggung oleh perusahaan, sehingga berpotensi menurunkan profitabilitas yang tercermin dalam penurunan nilai saham di pasar modal atau IHSG.

Suku bunga acuan yang tinggi cenderung meningkatkan biaya modal dan menurunkan minat investasi di pasar saham (Brigham dan Houston (2019)). Fluktuasi kurs rupiah yang di tren yang melemahkan dapat meningkatkan beban utang berdenominasi asing pada sejumlah perusahaan, sementara secara bersamaan menciptakan peluang keuntungan bagi entitas bisnis yang berorientasi ekspor. Oleh karena itu, pemahaman terhadap hubungan antara ketiga variabel makroekonomi tersebut dan IHSG menjadi sangat penting, baik bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, maupun bagi pembuat kebijakan dalam merumuskan strategi ekonomi yang adaptif dan responsif.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa hubungan antara persentase inflasi, tren suku bunga Indonesia, dan nilai tukar AS kepada IDR dengan IHSG bersifat dinamis dan tidak selalu konsisten antar periode. Penelitian yang dilakukan oleh Marhen dan Yusra (2017) untuk periode 2015–2017 menunjukkan bahwa tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), yang saat ini telah digantikan oleh instrumen BI 7-Day Reverse Repo Rate, memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap pergerakan IHSG. Sebaliknya, inflasi dan nilai tukar rupiah tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Berbeda dengan temuan tersebut, Harsono (2018) menyatakan bahwa ketiga variabel makroekonomi tersebut berpengaruh signifikan terhadap IHSG. Ketidakkonsistenan hasil empiris tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara variabel makroekonomi dan IHSG dipengaruhi oleh kondisi pasar, kebijakan ekonomi, serta dinamika global yang senantiasa berubah.

Pergerakan IHSG dalam beberapa tahun terakhir juga memperkuat urgensi untuk mengkaji ulang hubungan antara variabel makroekonomi dengan indeks saham. IHSG sempat mencapai puncak historisnya di angka 6.547 pada tanggal 6 Februari 2019, namun kemudian menurun tajam ke posisi terendah 3.937 per 24 Maret 2020 ketika guncangan ekonomi global akibat wabah Covid-19 melanda pasar keuangan. Melalui proses recovery yang berkelanjutan, IHSG berhasil mencapai angka 7.721. Selama periode tersebut, kebijakan moneter Indonesia mengalami penyesuaian yang signifikan, di mana suku bunga acuan tercatat pada level terendah 3,50% pada Juli 2022, dan meningkat hingga 6,25% pada Agustus 2024. Sementara itu, tingkat inflasi per tahun sebesar 2,75% pada Februari 2024, dan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS mengalami penurunan hingga mencapai sekitar Rp16.090 per USD pada akhir Desember 2024. Selain itu, transformasi kebijakan moneter dari penggunaan instrumen Sertifikat Bank Indonesia (SBI) menjadi BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI7DRR) sejak tahun 2016 juga memberikan dimensi baru dalam analisis terhadap pengaruh suku bunga terhadap pasar saham. BI7DRR dianggap lebih efektif dalam merefleksikan kondisi likuiditas pasar dan memberikan sinyal kebijakan moneter yang lebih cepat dan akurat kepada pelaku pasar.



Mengacu pada konteks di atas, kajian ini berupaya menganalisa implikasi dari fluktuasi tingkat inflasi, suku bunga referensi, serta pergerakan kurs rupiah terhadap IHSG di pasar modal Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan literatur empiris di bidang ekonomi dan keuangan, serta memberikan implikasi praktis bagi investor, pelaku pasar, dan pembuat kebijakan dalam memahami sensitivitas IHSG terhadap dinamika variabel makroekonomi. Berbeda dengan penelitian terdahulu, studi ini mengkaji periode yang mencakup masa pemulihan ekonomi pasca pandemi Covid-19 serta penerapan penuh instrumen BI7DRR, sehingga diharapkan mampu memberikan gambaran yang lebih relevan terhadap dinamika pasar saham Indonesia saat ini. Penelitian ini menggunakan regresi time series untuk menganalisis hubungan antara tingkat inflasi, tingkat suku bunga acuan, dan nilai tukar rupiah terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Adapun data yang digunakan bersifat sekunder dengan rentang waktu dari bulan Januari 2019 hingga Desember 2024, yang diperoleh dari sumber resmi seperti Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik (BPS), dan Bursa Efek Indonesia (BEI).

TINJAUAN LITERATUR

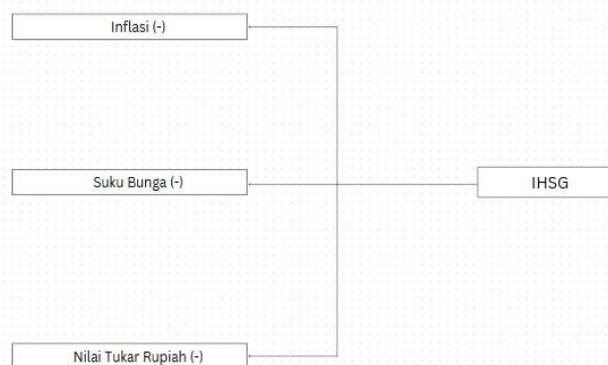
Menurut Bursa Efek Indonesia (BEI), indeks saham merupakan ukuran statistik yang mencerminkan keseluruhan pergerakan harga dari sekelompok saham yang dipilih berdasarkan kriteria dan metodologi tertentu, serta dievaluasi secara berkala. Indeks ini memiliki berbagai tujuan dan manfaat penting dalam dunia keuangan. Pertama, indeks saham digunakan untuk mengukur sentimen pasar secara umum terhadap kondisi ekonomi dan perusahaan yang tercatat di bursa. Kedua, indeks berfungsi sebagai dasar bagi produk investasi pasif seperti Reksa Dana Indeks dan Exchange Traded Fund (ETF) Indeks, serta berbagai produk turunan lainnya. Ketiga, indeks menjadi acuan (benchmark) dalam mengevaluasi kinerja portofolio investasi aktif. Selain itu, indeks juga digunakan sebagai alat simulasi dalam mengukur dan membangun model pengembalian investasi (return), risiko sistematis, serta kinerja yang disesuaikan dengan risiko. Terakhir, indeks dapat dimanfaatkan sebagai representasi suatu kelas aset dalam proses alokasi aset secara strategis. Perubahan IHSG dapat dipengaruhi oleh faktor domestik maupun global, termasuk indikator makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, dan nilai tukar (Harsono, 2018).

Inflasi merupakan salah satu indikator makroekonomi yang menggambarkan kondisi di mana harga barang dan jasa mengalami kenaikan secara umum dan terus-menerus, sehingga menyebabkan penurunan daya beli masyarakat serta pelemahan nilai mata uang (Fahmi, 2011). Jika inflasi berlangsung secara berkelanjutan, maka hal ini dapat memperburuk kondisi perekonomian secara menyeluruh dan bahkan berpotensi mengganggu stabilitas politik suatu negara. Dalam konteks pasar saham, inflasi yang tinggi biasanya menurunkan daya beli masyarakat serta meningkatkan biaya produksi perusahaan, yang pada akhirnya dapat mengurangi laba bersih dan berdampak negatif terhadap harga saham. Harsono (2018) menemukan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap IHSG. Penurunan inflasi diperkirakan dapat memberikan sentimen positif bagi IHSG karena biaya produksi yang lebih rendah memungkinkan perusahaan meningkatkan profitabilitas. Oleh karena itu, terdapat hubungan negatif antara inflasi dan kinerja IHSG. Namun, tidak semua penelitian menemukan hasil serupa. Maryam (2023) menyatakan bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap IHSG selama periode 2019–2023. Hal ini dikaitkan dengan peran aktif pemerintah dalam menjaga stabilitas harga melalui berbagai kebijakan dan subsidi selama masa krisis.

Kenaikan suku bunga acuan, seperti BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI 7DRR),



cenderung mengurangi daya tarik pasar saham. Hal ini disebabkan oleh pergeseran preferensi investor dari saham ke instrumen pendapatan tetap yang memberikan imbal hasil lebih tinggi dan risiko lebih rendah (Amin, 2012). Dalam kondisi seperti ini, investor lebih memilih menempatkan dana pada deposito atau obligasi dibandingkan dengan pasar saham yang lebih volatil. Marhen dan Yusra (2017) menemukan bahwa suku bunga SBI memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap IHSG. Efek yang sama juga ditemukan oleh Pratama dan Nugroho (2020), yang mencatat bahwa kenaikan suku bunga BI sebesar 1% dapat menurunkan IHSG hingga 4,1%. Maryam (2023) juga memperkuat temuan ini dengan menyatakan bahwa suku bunga memiliki pengaruh signifikan terhadap IHSG dalam periode 2019–2023. Nilai tukar rupiah merupakan faktor penting lain yang mempengaruhi IHSG. Beberapa teori ekonomi menjelaskan hubungan ini. Pertama, menurut teori Purchasing Power Parity (PPP), depresiasi nilai tukar menyebabkan harga barang impor meningkat, sehingga biaya produksi bagi perusahaan yang bergantung pada bahan baku impor ikut naik. Hal ini dapat menekan laba dan harga saham. Sebaliknya, perusahaan eksportir akan diuntungkan karena pendapatannya dalam mata uang asing meningkat saat dikonversi ke rupiah. Kedua, teori International Fisher Effect (IFE) menjelaskan bahwa perbedaan suku bunga antar negara mencerminkan ekspektasi terhadap nilai tukar di masa depan. Ketika rupiah melemah akibat ketidakstabilan makroekonomi atau kenaikan suku bunga global, investor asing cenderung menarik investasinya dari pasar modal Indonesia, yang berpotensi menurunkan IHSG. Ketiga, berdasarkan Portfolio Balance Theory, investor akan menyesuaikan alokasi aset berdasarkan risiko dan imbal hasil. Depresiasi tajam pada nilai tukar rupiah meningkatkan risiko investasi, sehingga investor cenderung mengalihkan dana ke instrumen lain seperti obligasi atau valuta asing. Hal ini menyebabkan penurunan permintaan terhadap saham dan berdampak negatif terhadap IHSG. Harsono (2018) dan Maryam (2023) sama-sama menemukan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap IHSG, menguatkan pentingnya kestabilan nilai tukar dalam menjaga kesehatan pasar modal Indonesia.



Gambar 1. Paradigma kerangka pemikiran Sumber

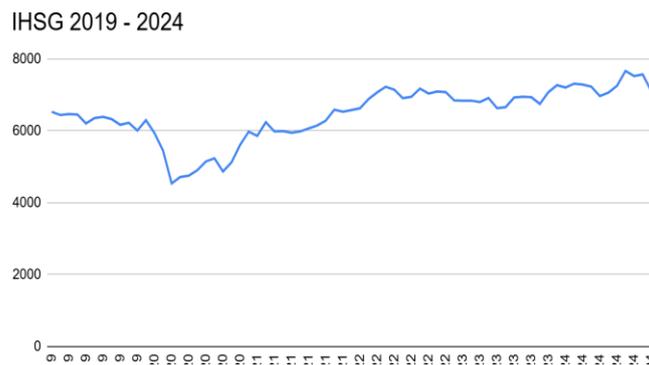
METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode analisis *time series* untuk menguji pengaruh variabel-variabel makroekonomi terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berbentuk deret waktu bulanan dari Januari 2019 hingga Desember 2024, yang diperoleh dari



sumber resmi seperti Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik (BPS), dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah IHSG, sedangkan variabel independennya terdiri dari tingkat inflasi, suku bunga acuan (BI 7-Day Reverse Repo Rate), dan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat. Sesuai dengan karakteristik data yang bersifat dinamis dan saling memengaruhi antar waktu, model ekonometrika yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Error Correction Model* (VECM). Model ini dipilih karena mampu mengakomodasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel, terutama ketika data memiliki sifat tidak stasioner namun terkointegrasi.

Penelitian ini melibatkan variabel dependen, yaitu variabel yang dipengaruhi oleh variabel lainnya. Dalam penelitian ini, IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) berperan sebagai variabel dependen. IHSG mencerminkan kinerja gabungan saham-saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan menjadi indikator utama dalam mengukur sentimen pasar terhadap kondisi ekonomi makro Indonesia. Pada periode tersebut, IHSG mengalami fluktuasi signifikan dikarenakan kondisi ekonomi yang kurang stabil. Pada Januari 2019, IHSG berada pada level sekitar 6.500, mengalami penurunan tajam hingga mencapai sekitar 4.500 pada Maret 2020 akibat dampak awal pandemi COVID-19. Setelah itu, IHSG menunjukkan tren pemulihan dan mencapai level sekitar 7.000 pada Desember 2024.

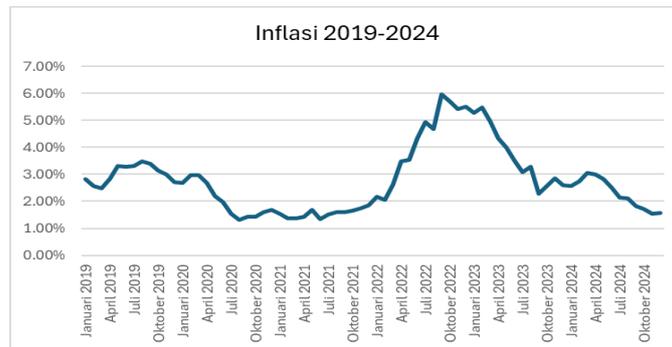


Gambar 2. IHSG 2019-2024

Menurut Sugiyono (2019) variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi atau menjadi penyebab perubahan pada variabel lain dalam suatu penelitian. Variabel ini tidak bergantung pada variabel lain, tetapi justru digunakan untuk menjelaskan atau memprediksi perubahan pada variabel dependen. Variabel independen yang digunakan di peneliti adalah berikut:

Inflasi

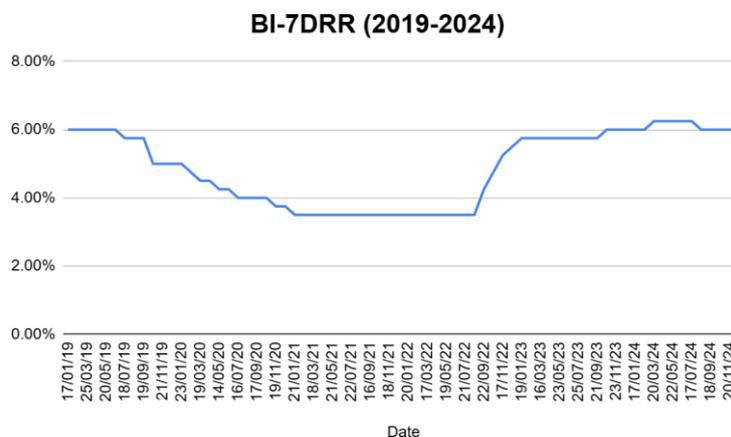
Inflasi menggambarkan tingkat kenaikan harga barang dan jasa secara umum dalam suatu periode. Kenaikan inflasi dapat menurunkan daya beli masyarakat dan meningkatkan biaya produksi perusahaan, yang dapat menekan laba dan harga saham. Oleh karena itu, inflasi diperkirakan berpengaruh negatif terhadap IHSG. Inflasi bulanan di Indonesia juga menunjukkan fluktuasi yang signifikan selama periode tersebut. Pada Desember 2023, tingkat inflasi *year-on-year* (y-on-y) tercatat sebesar 2,61%, sedangkan pada Desember 2024, inflasi y-on-y menurun menjadi sekitar 1,57%.



Gambar 3. Inflasi 2019-2024 Sumber : Bank Indonesia

Suku Bunga BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI 7DRR)

Suku bunga ini merupakan acuan utama kebijakan moneter Bank Indonesia. Ketika suku bunga naik, biaya pinjaman meningkat dan investor cenderung mengalihkan investasinya dari saham ke instrumen pendapatan tetap seperti obligasi. Pada awal 2019, BI 7DRR berada di kisaran 6,00%, kemudian mengalami penurunan hingga mencapai 3,50% pada pertengahan 2020 sebagai respons terhadap pandemi. Namun, suku bunga ini kembali meningkat secara bertahap dan mencapai 6,00% pada Desember 2024.



Gambar 4. Suku Bunga 2019-2024 Sumber : Bank Indonesia

Nilai Tukar Rupiah

Harsono (2018) dan Maryam (2023) sama-sama menemukan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap IHSG. Ada beberapa teori yang menjelaskan hubungan variabel ini pertama, Purchasing Power Parity (PPP) menyatakan bahwa depresiasi rupiah menyebabkan kenaikan harga barang impor, sehingga meningkatkan biaya produksi bagi emiten yang bergantung pada bahan baku luar negeri dan berpotensi menekan harga saham. Sebaliknya, perusahaan eksportir bisa diuntungkan karena pendapatan dalam bentuk dolar akan bernilai lebih tinggi saat dikonversi ke rupiah. Kedua, berdasarkan International Fisher Effect (IFE), perbedaan suku bunga antar negara mencerminkan ekspektasi nilai tukar di masa depan. Ketika nilai tukar rupiah melemah akibat ketidakstabilan makroekonomi atau kenaikan suku bunga global, investor asing cenderung menarik dananya dari pasar modal Indonesia, sehingga menurunkan IHSG. Ketiga, menurut Portfolio Balance Theory, investor akan menyesuaikan portofolionya berdasarkan risiko dan pengembalian. Ketika nilai tukar



rupiah terdepresiasi tajam, risiko investasi meningkat dan investor bisa mengalihkan dana ke instrumen lain seperti obligasi atau valas, menurunkan permintaan saham dan menyebabkan IHSG tertekan.



Gambar 5. Nilai Tukar USD-IDR 2019-2024 Sumber : Bank Indonesia

Untuk menganalisis data, peneliti menggunakan analisis data deskriptif, guna untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis dan skewness (Ghozali, 2018). Menurut Sugiyono (2017), analisis deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi. Dalam penelitian ini, analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik variabel penelitian meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi. Proses analisis diawali dengan uji stasioneritas menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) untuk menentukan tingkat integrasi masing-masing variabel. Setelah itu, dilakukan uji lag optimal dengan beberapa kriteria seperti *Akaike Information Criterion* (AIC) dan Schwarz Criterion (SC) untuk menentukan jumlah lag yang paling sesuai. Untuk menguji keberadaan hubungan jangka panjang, digunakan uji kointegrasi *Johansen* yang mampu mengidentifikasi jumlah vektor kointegrasi antar variabel. Setelah itu, model VECM diestimasi guna melihat mekanisme penyesuaian terhadap ketidakseimbangan jangka panjang. Penelitian ini juga dilengkapi dengan uji *Granger causality* untuk mengidentifikasi arah hubungan kausal antar variabel, serta analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* untuk mengevaluasi reaksi dinamis IHSG terhadap guncangan variabel makroekonomi diatas. Dalam analisis regresi time series, penggunaan model VECM menjadi relevan karena mempertimbangkan sifat interdependen antar variabel ekonomi yang berubah dari waktu ke waktu (Gujarati, 2003). Selain itu, teknik diagnostik seperti uji autokorelasi *Breusch-Godfrey* dan uji heteroskedastisitas ARCH-LM digunakan untuk memastikan validitas dan reliabilitas model. Menurut Ghozali (2018), uji diagnostik penting dilakukan untuk mencegah kesalahan dalam penarikan kesimpulan statistik akibat pelanggaran asumsi klasik. Seluruh tahapan ini dirancang untuk menghasilkan model yang tidak hanya akurat secara statistik, tetapi juga relevan secara ekonomi dalam menjelaskan hubungan antara variabel makroekonomi dan kinerja pasar saham di Indonesia.

Peneliti juga menggunakan Uji heteroskedastisitas guna untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2018). Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak



terjadi heteroskedastisitas. Menurut Widarjono (2015), pengujian heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan uji Glejser, uji Park, uji White, atau dengan melihat grafik scatterplot. Dalam uji Glejser, kriteria pengambilan keputusan adalah jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka tidak terjadi heteroskedastisitas, sedangkan jika nilai signifikansi $< 0,05$ maka terjadi heteroskedastisitas. Penelitian menggunakan metode VECM Analisis regresi *time series* digunakan untuk memprediksi bagaimana perubahan nilai variabel dependen bila nilai variabel independen berubah periode waktunya (Sugiyono, 2017). Menurut Gujarati (2013), model regresi *time series* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$IHSG_t = \beta_0 + INF_t \cdot \beta_1 + SB_t \cdot \beta_2 + NT_t \cdot \beta_3 + \varepsilon_t$$

- $IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada bulan ke- t (variabel dependen)
- INF_t = Inflasi pada bulan ke- t (variabel independen 1)
- SB_t = Suku bunga BI 7-Day Reverse Repo Rate pada bulan ke- t (variabel independen 2)
- NT_t = Nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS pada bulan ke- t (variabel independen 3)
- β_0 = Konstanta (intersep)
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien regresi masing-masing variabel independen
- ε_t = Error term atau residual pada bulan ke- t

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini mengimplementasikan pendekatan ekonometrika deret waktu modern dengan memanfaatkan data bulanan selama enam tahun dari Januari 2019 hingga Desember 2024, yang menghasilkan sampel komprehensif sebanyak 72 observasi. Studi ini berfokus pada analisis hubungan dinamis jangka panjang dan jangka pendek antara Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai variabel dependen (Y) dengan indikator makroekonomi kunci, yaitu inflasi (X1), suku bunga (X2), dan nilai tukar atau kurs (X3).

Dari analisis statistik deskriptif pada variabel IHSG, terungkap nilai rata-rata sebesar 6478,162 poin dengan standar deviasi 739,2997 poin atau sekitar 11,41% dari nilai rata-ratanya. (Rahayu Puji, 2025). Besaran nilai standar deviasi ini mencerminkan adanya volatilitas yang cukup substansial dalam pergerakan pasar modal Indonesia selama periode 2019-2024, yang berpotensi dipengaruhi faktor makroekonomi (Aulia Afif, 2024) seperti fluktuasi inflasi, suku bunga, dan kurs mata uang asing. Melalui karakteristik data yang menunjukkan variabilitas signifikan ini, peneliti memilih untuk mengimplementasikan model Vector Error Correction Model (VECM).



Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 05/11/25 Time: 20:32
Sample: 2019M01 2024M12
Included observations: 72

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	960.4758	1637.679	0.586486	0.5595
X1	146.4469	63.54438	2.304640	0.0242
X2	149.2194	82.15931	1.816220	0.0737
X3	0.295285	0.121964	2.421092	0.0181

R-squared	0.309203	Mean dependent var	6478.162
Adjusted R-squared	0.278726	S.D. dependent var	739.2997
S.E. of regression	627.8711	Akaike info criterion	15.77650
Sum squared resid	26807106	Schwarz criterion	15.90298
Log likelihood	-563.9540	Hannan-Quinn criter.	15.82685
F-statistic	10.14567	Durbin-Watson stat	0.276371
Prob(F-statistic)	0.000013		

Gambar 6. Hasil Uji Regresi Inflasi, Suku Bunga, dan Kurs USD IDR terhadap IHSG 2019-2024 Sumber : Data Olahan dari Eviews 12

Model regresi dalam penelitian ini menggunakan metode Ordinary Least Squares (OLS) dengan tiga variabel independen yaitu X1, X2, dan X3. Berikut hasil estimasi model regresi yang diperoleh:

$$Y = 960,4758 + 146,4469X_1 + 149,2194X_2 + 0,295285X_3$$

Hasil estimasi model menunjukkan dinamika hubungan yang kompleks antara variabel makroekonomi dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia. Konstanta dalam model sebesar 960,4758 tidak memiliki signifikansi statistik pada tingkat keyakinan 95%, mengindikasikan bahwa faktor-faktor eksplisit dalam model lebih dominan dalam menjelaskan pergerakan IHSG dibandingkan dengan faktor-faktor yang tidak termasuk dalam model. Inflasi (X_1) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG dengan koefisien 146,4469, yang bertentangan dengan teori ekonomi konvensional yang umumnya mengasosiasikan inflasi dengan dampak negatif terhadap pasar saham. Fenomena ini dapat dijelaskan melalui perspektif "demand-pull inflation" di mana peningkatan inflasi mencerminkan tingginya permintaan agregat dan aktivitas ekonomi yang kuat, yang pada gilirannya mendorong pertumbuhan laba perusahaan dan valuasi saham (Situmorang Prima, 2024). Suku bunga (X_2) juga menunjukkan koefisien positif sebesar 149,2194, meskipun signifikansinya lebih lemah (hanya signifikan pada alpha 10%). Temuan ini juga menghadirkan anomali terhadap teori konvensional yang memprediksi hubungan negatif antara suku bunga dan harga saham.



Null Hypothesis: D(X1,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.43838	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.530030	
5% level	-2.904848	
10% level	-2.589907	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(X2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.844816	0.0040
Test critical values:		
1% level	-3.527045	
5% level	-2.903566	
10% level	-2.589227	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(X3) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.039559	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.527045	
5% level	-2.903566	
10% level	-2.589227	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(Y) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.463641	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.527045	
5% level	-2.903566	
10% level	-2.589227	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Gambar 7. Hasil Uji Stasioneritas Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan IHSG 2019-2024 Sumber : Data Olahan dari Eviews 12

Hasil uji stasioneritas Augmented Dickey-Fuller (ADF) untuk keempat variabel makroekonomi - inflasi (X1), suku bunga (X2), kurs (X3), dan IHSG (Y) - menunjukkan pola yang sangat informatif tentang properti data deret waktu yang dianalisis. Untuk variabel inflasi, uji ADF pada first difference D(X1,2) menghasilkan statistik t sebesar -12.43838 dengan probabilitas 0.0001, jauh lebih rendah dari nilai kritis pada semua tingkat signifikansi (1%, 5%, dan 10%). Temuan ini konsisten dengan studi Dickey & Fuller (1979) yang mendemonstrasikan bahwa penolakan hipotesis nol pada level probabilitas yang sangat rendah dan mengindikasikan stasioner pada variabel inflasi di *second difference*, yang berarti inflasi terintegrasi pada ordo 2 atau I(2). Untuk variabel suku bunga, hasil uji pada first difference D(X2) menghasilkan statistik t sebesar -3.844816 dengan probabilitas 0.0040, yang juga lebih rendah dari nilai kritis pada semua tingkat signifikansi. Temuan ini mengkonfirmasi bahwa suku bunga stasioner pada first difference, sehingga terintegrasi pada ordo 1 atau I(1) (Phillips & Perron (1988)). Demikian pula untuk variabel kurs (X3), uji ADF pada first difference menghasilkan statistik t yang sangat signifikan sebesar -9.039559 dengan probabilitas 0.0000, yang secara kuat mengindikasikan bahwa kurs juga terintegrasi pada ordo 1 atau I(1). Sementara itu, untuk IHSG (Y), hasil uji ADF pada first difference menunjukkan statistik t sebesar -7.463641 dengan probabilitas 0.0000, yang secara meyakinkan menolak hipotesis nol adanya unit root. Hal ini mengkonfirmasi bahwa IHSG juga stasioner pada first difference dan terintegrasi pada ordo 1 atau I(1). Keberagaman ordo integrasi ini, dimana inflasi terintegrasi pada ordo 2 sementara variabel lainnya terintegrasi pada ordo 1, memiliki implikasi penting dalam pemodelan hubungan jangka panjang antar variabel (Pesaran et al. (2001)). Adanya perbedaan ordo integrasi ini menunjukkan kompleksitas dinamika interaksi antara variabel makroekonomi dan pasar modal Indonesia, yang selaras dengan hasil uji kointegrasi sebelumnya yang mengindikasikan adanya



hubungan keseimbangan jangka panjang yang kompleks di antara variabel-variabel tersebut.

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: D(Y) D(X1) D(X2) D(X3)
Exogenous variables: C
Date: 05/12/25 Time: 09:52
Sample: 2019M01 2024M12
Included observations: 68

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-952.6608	NA	19493299	28.13708	28.26764*	28.18881
1	-925.4365	50.44496*	14027231*	27.80696*	28.45975	28.06561*
2	-913.5879	20.56081	15931291	27.92906	29.10409	28.39464
3	-898.8353	23.86457	16739580	27.96574	29.66301	28.63825

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

Gambar 8. Hasil Uji Lag Optimal Regresi Inflasi, Suku Bunga, dan Kurs USD IDR terhadap IHSG

Hasil uji lag optimal untuk model VAR dengan variabel endogen yang dilambangkan dengan D(Y), D(X1), D(X2), dan D(X3) menunjukkan rekomendasi beragam: LR, FPE, AIC, dan HQ merekomendasikan lag 1, sedangkan SC merekomendasikan lag 0. Perbedaan ini mencerminkan *trade-off* antara kesederhanaan model (SC lebih konservatif) dan kemampuan menangkap dinamika sistem (kriteria lain mendukung lag 1). Mayoritas kriteria (LR, FPE, AIC, HQ) mendukung lag 1, yang lebih sesuai untuk menjelaskan analisis hubungan dinamis variabel makroekonomi dan IHSG. Lag 1 menunjukkan bahwa pergerakan variabel dipengaruhi oleh nilai periode sebelumnya, selaras dengan teori transmisi kebijakan moneter ke pasar modal yang bersifat *time-lagged* (Lütkepohl, 2005; Sims, 1980).

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	108.5779	Prob. F(2,66)	0.0000
Obs*R-squared	55.21772	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Gambar 9. Hasil Uji Autokorelasi Breusch-Godfrey Inflasi, Suku Bunga, dan Kurs USD IDR terhadap IHSG

Selanjutnya, dilakukan Uji Autokorelasi melalui uji Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test. Hasil ini menunjukkan adanya bukti kuat terhadap masalah autokorelasi atau serial correlation dalam model regresi yang menganalisis pengaruh inflasi (X1), suku bunga (X2), dan kurs (X3) terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) (Y). Nilai F-statistic sebesar 108.5779 dengan probabilitas 0.0000, serta Obs*R-squared sebesar 55.21772 yang juga memiliki probabilitas 0.0000, keduanya signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Hal ini mengindikasikan bahwa hipotesis nol (*null hypothesis*) yang menyatakan tidak ada serial correlation hingga lag 2 ditolak (Breusch, T.S). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa terdapat masalah autokorelasi dalam residual model. Autokorelasi ini dapat mengganggu efisiensi estimator OLS dan dapat menyebabkan standar error menjadi tidak valid, sehingga interpretasi hasil regresi menjadi kurang akurat (Godfrey,



L.G.). Untuk memperbaiki model ini, perlu dilakukan tindakan korektif seperti penambahan lag variabel dependen, transformasi data, atau penggunaan metode *Generalized Least Squares (GLS)* untuk memastikan hasil estimasi yang lebih andal dan konsisten. (Betty Primasari, 2011). Namun sebelum itu, sebaiknya dilakukan terlebih dahulu Uji Heteroskedasitas.

Dependent Variable: Y
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 05/12/25 Time: 12:35
Sample: 2019M01 2024M12
Included observations: 72
Convergence achieved after 30 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	6875.189	34.69347	198.1695	0.0000

Variance Equation

C	20995.03	15309.68	1.371356	0.1703
RESID(-1)^2	1.076162	0.478717	2.248010	0.0246
GARCH(-1)	-0.055943	0.272071	-0.205618	0.8371

R-squared	-0.292464	Mean dependent var	6478.162
Adjusted R-squared	-0.292464	S.D. dependent var	739.2997
S.E. of regression	840.4846	Akaike info criterion	15.24363
Sum squared resid	50155419	Schwarz criterion	15.37012
Log likelihood	-544.7708	Hannan-Quinn criter.	15.29399
Durbin-Watson stat	0.074125		

Gambar 10. Hasil Uji Heteroskedasitas Bersyarat ARCH-LM

Berdasarkan hasil estimasi model ARCH dengan variabel dependen IHSG (Y), dapat diobservasi adanya dinamika volatilitas yang signifikan dalam pergerakan indeks saham di Indonesia selama periode penelitian 2019-2024. Persamaan mean menunjukkan nilai konstanta (C) sebesar 6875.189 yang sangat signifikan dengan probabilitas 0.0000, mengindikasikan bahwa rata-rata nilai IHSG selama periode observasi cenderung berada pada level tersebut ketika mengabaikan pengaruh variabel lainnya. Pada persamaan variance, koefisien $RESID(-1)^2$ sebesar 1.076162 signifikan pada tingkat 5% (p-value = 0.0246), yang mengkonfirmasi keberadaan efek ARCH dalam data. Hal ini membuktikan bahwa volatilitas IHSG saat ini dipengaruhi secara signifikan oleh guncangan (shocks) pada periode sebelumnya. Koefisien yang lebih besar dari 1 menunjukkan bahwa volatilitas cenderung meningkat secara progresif setelah terjadinya shock, menandakan adanya persistence yang tinggi dalam volatilitas pasar modal Indonesia. Sementara itu, komponen GARCH(-1) memiliki koefisien negatif sebesar -0.055943 namun tidak signifikan (p-value = 0.8371), mengindikasikan bahwa volatilitas periode sebelumnya tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap volatilitas saat ini.

Nilai Durbin-Watson yang sangat rendah (0.074125) mengindikasikan adanya autokorelasi positif yang kuat dalam residual model, yang menunjukkan bahwa terdapat pola sistematis dalam pergerakan IHSG yang belum sepenuhnya tertangkap oleh model. Hal ini



juga tercermin dari nilai R-squared negatif (-0.292464), yang mengindikasikan bahwa model ini masih belum optimal dalam menjelaskan variabilitas IHSG. Fenomena ini mengisyaratkan perlunya pertimbangan terhadap faktor-faktor lain seperti inflasi, suku bunga, dan kurs sebagaimana ditunjukkan dalam analisis kointegrasi sebelumnya, atau kemungkinan adanya struktur lag yang lebih kompleks dalam hubungan dinamis antara variabel-variabel tersebut dengan IHSG.

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 05/12/25 Time: 13:44
Sample: 2019M01 2024M12
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
X2 does not Granger Cause X1	71	6.52030	0.0129
X1 does not Granger Cause X2		24.6278	5.E-06
X3 does not Granger Cause X1	71	1.88895	0.1738
X1 does not Granger Cause X3		0.39401	0.5323
Y does not Granger Cause X1	71	3.18318	0.0789
X1 does not Granger Cause Y		0.63251	0.4292
X3 does not Granger Cause X2	71	18.9259	5.E-05
X2 does not Granger Cause X3		1.25186	0.2671
Y does not Granger Cause X2	71	18.7895	5.E-05
X2 does not Granger Cause Y		0.68197	0.4118
Y does not Granger Cause X3	71	7.81717	0.0067
X3 does not Granger Cause Y		2.32949	0.1316

Gambar 11. Hasil Uji Kausalitas Granger Sumber : Data Olahan dari Eviews 12

Berdasarkan hasil uji kausalitas Granger yang disajikan dalam tabel di atas dengan lag = 1, terdapat beberapa hubungan kausalitas yang signifikan antara variabel makroekonomi (inflasi, suku bunga, dan kurs) dan IHSG. Pertama, terdapat hubungan kausalitas dua arah yang kuat antara inflasi (X1) dan suku bunga (X2). Hipotesis nol "X2 does not Granger Cause X1" ditolak pada tingkat signifikansi 5% (p-value 0,0129), begitu pula dengan hipotesis "X1 does not Granger Cause X2" yang ditolak sangat signifikan (p-value 0,000005). Penggunaan lag = 1 dalam analisis ini menunjukkan bahwa efek perubahan satu periode sebelumnya pada inflasi mempengaruhi suku bunga saat ini dan sebaliknya, mencerminkan dinamika kebijakan moneter jangka pendek dimana bank sentral merespons tekanan inflasi dengan penyesuaian suku bunga, dan perubahan suku bunga pada gilirannya mempengaruhi tingkat inflasi. Untuk hubungan antara kurs (X3) dan variabel lain, hasil menunjukkan bahwa kurs secara signifikan mempengaruhi suku bunga (X2) dengan p-value sangat rendah (0,000005), namun tidak terdapat bukti kuat bahwa suku bunga mempengaruhi kurs (p-value 0,2697). Konsistensi lag = 1 dalam analisis ini mengindikasikan bahwa fluktuasi nilai tukar pada periode sebelumnya cenderung mendahului perubahan kebijakan suku bunga pada periode saat ini. Menariknya, IHSG (Y) memiliki hubungan kausalitas Granger dengan beberapa variabel makroekonomi. IHSG secara signifikan dipengaruhi oleh suku bunga (p-value 0,000005) dan kurs (p-value 0,0067), namun tidak terdapat bukti kuat bahwa IHSG dipengaruhi oleh inflasi pada tingkat signifikansi 5% (p-value 0,0789). Penggunaan lag = 1 menunjukkan bahwa investor di pasar modal Indonesia lebih responsif dalam jangka pendek



terhadap perubahan suku bunga dan nilai tukar dibandingkan dengan perubahan inflasi.

Perlu dicatat bahwa sebagian besar hubungan kausalitas bersifat satu arah. Tidak ada bukti statistik kuat bahwa IHSG mempengaruhi variabel makroekonomi dalam jangka pendek (lag = 1), yang mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia lebih merupakan responden terhadap kondisi ekonomi makro daripada pendorong utama perubahan ekonomi.

Gambar 12. Hasil Uji Kointegrasi Penelitian

Date: 05/12/25 Time: 12:43:17
Sample (adjusted): 2019M04 2024M12
Included observations: 69 after adjustments
Trend assumption: Quadratic deterministic trend
Series: X1 X2 X3 Y
Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.394048	74.65938	55.24578	0.0004
At most 1 *	0.267114	40.09357	35.01090	0.0132
At most 2 *	0.144421	18.65074	18.39771	0.0461
At most 3 *	0.108031	7.888328	3.841465	0.0050

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.394048	34.56581	30.81507	0.0166
At most 1	0.267114	21.44283	24.25202	0.1127
At most 2	0.144421	10.76241	17.14769	0.3308
At most 3 *	0.108031	7.888328	3.841465	0.0050

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Berdasarkan hasil analisis kointegrasi yang disajikan, dapat diobservasi bahwa terdapat hubungan jangka panjang yang signifikan antara variabel makroekonomi (inflasi, suku bunga, dan kurs) dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Uji Kointegrasi Rank Trace menunjukkan adanya 4 persamaan kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%, ditandai dengan penolakan semua hipotesis nol dari "None" hingga "At most 3". Hal ini mengindikasikan bahwa keempat variabel tersebut terintegrasi dalam sistem ekonomi yang saling mempengaruhi satu sama lain dalam jangka panjang. Namun, hasil yang berbeda ditunjukkan pada uji Maximum Eigenvalue yang hanya mengkonfirmasi adanya 1 persamaan kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%. Perbedaan hasil ini umum terjadi dalam analisis kointegrasi dan menunjukkan kompleksitas hubungan antar variabel. Dari perspektif ekonometrik, kita dapat menyimpulkan dengan lebih konservatif bahwa setidaknya terdapat 1 vektor kointegrasi yang menghubungkan inflasi, suku bunga, kurs, dan IHSG. Implikasi dari temuan ini sangat penting bagi pemahaman pasar modal Indonesia. Adanya kointegrasi mengkonfirmasi bahwa pergerakan IHSG dalam jangka panjang tidak terlepas dari dinamika inflasi, suku bunga, dan nilai tukar. Ketika terjadi guncangan (shock) pada variabel makroekonomi tersebut, akan terdapat mekanisme koreksi kesalahan yang mengembalikan sistem ke keseimbangan jangka panjangnya. Bagi investor dan pembuat kebijakan, temuan ini menegaskan pentingnya mempertimbangkan indikator makroekonomi dalam strategi



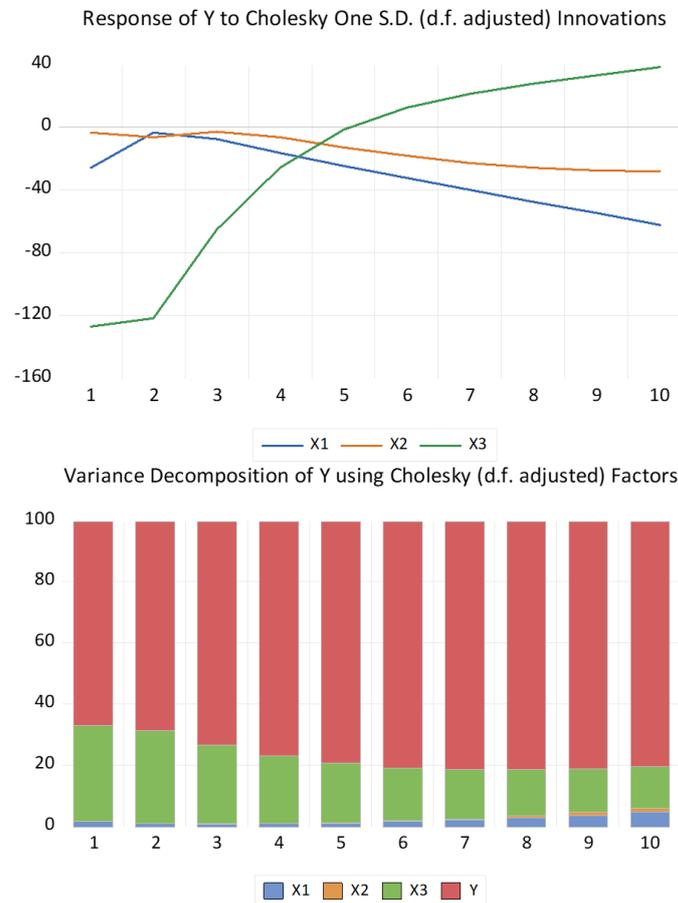
investasi dan formulasi kebijakan yang terkait dengan pasar modal Indonesia.

Cointegrating Eq:	CointEq1
D(X1(-1))	1.000000
D(X2(-1))	2.337799 (1.47369) [1.58636]
D(X3(-1))	-0.010124 (0.00139) [-7.29000]
D(Y(-1))	-0.002913 (0.00178) [-1.63703]
C	0.280291

Gambar 13. Hasil Uji VECM Jangka Panjang

Berdasarkan hasil uji VECM (Vector Error Correction Model) yang disajikan dalam tabel, terlihat adanya hubungan kointegrasi jangka panjang antara variabel inflasi (X1), suku bunga (X2), kurs (X3), dan IHSG (Y). Persamaan kointegrasi ini memberikan wawasan penting mengenai dinamika keseimbangan jangka panjang di antara variabel-variabel makroekonomi tersebut. Dalam persamaan kointegrasi, inflasi (X1) bertindak sebagai variabel normalisasi dengan koefisien 1,000000. Suku bunga (X2) memiliki koefisien positif sebesar 2,337799 dengan nilai t-statistik [1,58636] yang berada sedikit di bawah tingkat signifikansi konvensional, mengindikasikan hubungan jangka panjang yang positif namun tidak sangat signifikan secara statistik dengan inflasi. Hal ini mencerminkan bahwa dalam jangka panjang, kenaikan suku bunga cenderung terjadi bersamaan dengan peningkatan inflasi, konsisten dengan teori kebijakan moneter dimana bank sentral merespons tekanan inflasi. Kurs (X3) menunjukkan koefisien negatif yang signifikan sebesar -0,010124 dengan nilai t-statistik [-7,29000], mengindikasikan hubungan jangka panjang yang kuat dan negatif dengan inflasi. Ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, apresiasi nilai tukar (penurunan nilai kurs) cenderung berhubungan dengan peningkatan inflasi atau sebaliknya, depresiasi nilai tukar berhubungan dengan penurunan inflasi, yang mungkin mencerminkan pengaruh harga impor terhadap inflasi domestik. IHSG (Y) memiliki koefisien negatif sebesar -0,002913 dengan nilai t-statistik [-1,63703], menunjukkan hubungan negatif dengan inflasi meskipun tidak sangat signifikan pada tingkat konvensional. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam jangka panjang, peningkatan IHSG cenderung terjadi bersamaan dengan penurunan inflasi, yang konsisten dengan pandangan bahwa pasar modal berkinerja lebih baik dalam lingkungan inflasi yang terkendali.

Konstanta (C) pada persamaan kointegrasi adalah 0,280291, yang menunjukkan nilai keseimbangan jangka panjang ketika semua variabel bernilai nol. Hasil ini melengkapi temuan dari uji kausalitas Granger sebelumnya dengan memberikan perspektif jangka panjang. Sementara uji Granger menunjukkan hubungan kausalitas jangka pendek, VECM mengungkapkan keseimbangan jangka panjang di antara variabel-variabel tersebut. Perlu ditekankan bahwa kurs memiliki pengaruh jangka panjang yang paling signifikan terhadap inflasi, yang mungkin merefleksikan karakteristik ekonomi Indonesia sebagai negara dengan ketergantungan impor yang relatif tinggi dan keterbukaan ekonomi yang signifikan.



Gambar 14. Impulse Response dan Variance Decomposition

Hasil analisis Impulse Response Function (IRF) yang disajikan dalam grafik menunjukkan respons dinamis IHSG (Y) terhadap guncangan (shock) satu standar deviasi pada variabel makroekonomi - inflasi (X1), suku bunga (X2), dan kurs (X3) - selama periode 10 unit waktu ke depan. Pola respons yang tergambar sangat selaras dengan teori ekonomi makro dan keuangan, sehingga dapat dikatakan hasil ini cukup masuk akal (make sense). Respons IHSG terhadap guncangan inflasi (X1, garis biru) menunjukkan pola negatif yang persisten dan semakin membesar seiring waktu, dimulai sekitar -30 dan menurun hingga sekitar -60 pada periode ke-10. Hal ini konsisten dengan teori ekonomi yang menyatakan bahwa peningkatan inflasi umumnya berdampak negatif terhadap pasar saham karena mengurangi nilai riil dari arus kas masa depan perusahaan dan meningkatkan ekspektasi kenaikan suku bunga. Pengaruh negatif yang semakin besar mengindikasikan adanya efek pengganda (multiplier effect) dari inflasi terhadap sentimen investor dan kinerja perusahaan dalam jangka menengah hingga panjang. Sementara itu, respons IHSG terhadap guncangan suku bunga (X2, garis oranye) juga menunjukkan arah negatif yang konsisten, meskipun dengan magnitudo yang lebih moderat dibandingkan inflasi. Respons ini selaras dengan teori bahwa kenaikan suku bunga meningkatkan biaya modal perusahaan dan menawarkan alternatif investasi yang lebih menarik dibandingkan saham, sehingga menurunkan daya tarik



pasar saham. Yang paling menarik adalah respons IHSG terhadap guncangan nilai tukar (X3, garis hijau) yang menunjukkan pola non-linear yang kompleks. Awalnya, guncangan kurs berdampak sangat negatif terhadap IHSG (sekitar -120), namun secara bertahap berubah menjadi positif setelah periode ke-5, dan terus meningkat hingga sekitar +40 pada periode ke-10. Fenomena ini dapat dijelaskan melalui dual effect dari depresiasi mata uang: dalam jangka pendek, depresiasi rupiah sering memicu capital outflow dan sentimen negatif dari investor asing, namun dalam jangka menengah hingga panjang, depresiasi dapat meningkatkan daya saing ekspor yang menguntungkan perusahaan berorientasi ekspor yang terdaftar di bursa. Disisi lain, Hasil analisis Variance Decomposition untuk variabel IHSG (Y) menunjukkan pola yang konsisten dan melengkapi temuan-temuan sebelumnya. Grafik dekomposisi varians ini memberikan gambaran proporsi kontribusi dari masing-masing variabel - inflasi (X1), suku bunga (X2), kurs (X3), dan IHSG itu sendiri (Y) - terhadap variabilitas IHSG selama 10 periode ke depan.

Dari grafik tersebut, terlihat bahwa pada periode awal (periode 1-2), sekitar 70% variabilitas IHSG dijelaskan oleh dirinya sendiri (area merah), sementara kurs (X3, area hijau) memberikan kontribusi yang cukup substansial sekitar 30%. Kontribusi inflasi (X1, area biru) dan suku bunga (X2, area oranye) relatif minimal di awal periode. Pola ini sangat konsisten dengan hasil uji kointegrasi dan model ARCH sebelumnya yang mengindikasikan adanya hubungan yang kuat antara IHSG dan variabel makroekonomi, terutama kurs. Seiring berjalannya waktu, terjadi perubahan komposisi yang perlahan namun signifikan. Kontribusi kurs (X3) terhadap variabilitas IHSG menurun secara bertahap dari sekitar 30% pada periode awal menjadi sekitar 15% pada periode ke-10, sementara proporsi yang dijelaskan oleh IHSG itu sendiri meningkat menjadi sekitar 80%. Sementara itu, kontribusi inflasi (X1) dan suku bunga (X2) tetap minimal sepanjang periode, meskipun tampak sedikit peningkatan pada periode akhir. Temuan ini konsisten dengan hasil Impulse Response Function yang menunjukkan bahwa guncangan pada kurs memiliki dampak signifikan terhadap IHSG, terutama dalam jangka pendek hingga menengah. Pola dekomposisi varians ini juga selaras dengan temuan pada uji stasioneritas dan penentuan lag optimal, yang mengindikasikan adanya kompleksitas dinamis dalam hubungan antar variabel. Secara keseluruhan, hasil Variance Decomposition ini memperkuat kesimpulan bahwa di antara ketiga variabel makroekonomi yang diteliti, kurs memiliki peran dominan dalam menjelaskan fluktuasi IHSG selama periode 2019-2024, sementara pengaruh inflasi dan suku bunga relatif lebih terbatas. Hal ini memberikan implikasi penting bagi investor dan pembuat kebijakan untuk memberikan perhatian khusus pada dinamika nilai tukar dalam mengantisipasi pergerakan pasar modal Indonesia.

KESIMPULAN

Bahwa inflasi dan suku bunga acuan secara signifikan berpengaruh positif terhadap IHSG, bertentangan dengan teori konvensional. Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam konteks ekonomi Indonesia, peningkatan inflasi lebih mencerminkan pertumbuhan permintaan agregat (*demand-pull inflation*) untuk mendorong kinerja perusahaan, sementara kenaikan suku bunga justru direspons positif pasar sebagai sinyal stabilisasi ekonomi bukan terhadap IHSG. Disisi lain, nilai tukar rupiah terbukti sebagai variabel paling determinan, dengan dampak negatif dari jangka pendek akibat dari pengeluaran atau *capital outflow*, tetapi berbalik positif pada jangka panjang yang dicerminkan melalui peningkatan daya saing ekspor. Uji kointegrasi dan VECM mengkonfirmasi adanya mekanisme penyesuaian otomatis terlebih dahulu dilakukan untuk menuju keseimbangan jangka panjang, di mana



IHSG merespons paling cepat (koefisien *error correction* -53.14) dibandingkan variabel makroekonomi lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Sholikah, F. P., Putri, W., & Djangi, R. M. (2022). Peranan Pasar Modal dalam Perekonomian Negara Indonesia. *Arbitrase: Journal of Economics and Accounting*, 3(2), 1–12. <https://doi.org/10.47065/arbitrase.v3i2.496>
- Saputra, V. R., Hasmarini, M. I., & Soebagy, D. (2025). Analisis Pengaruh Suku Bunga Bank Indonesia, Nilai Tukar, dan Inflasi terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia Periode 2010–2023. *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 6(3), 1969–1978. <https://doi.org/10.37385/msej.v6i3.7523>
- Febriyanti, H. F., & Delfiani, S. (2023). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga Bank Indonesia, dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *Jurnal Manajemen Strategik dan Simulasi Bisnis*, 4(1), 41–51. <https://doi.org/10.25077/mssb.4.1.41-51.2023>
- Hijrianti, I., Maulana Fadilah, F., Shamurti, J. S., Junaedi, J., & Kustina, L. (2024). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, dan Nilai Tukar terhadap IHSG di BEI. *Margin: Jurnal Lentera Manajemen Keuangan*, 2(1), 1–12. <https://doi.org/10.59422/margin.v2i01.231>
- Yuliandera, G. S., Veri, J., & Sari, S. Y. (2024). Dampak Inflasi, Nilai Tukar dan Suku Bunga terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG): Studi Kasus di BEI 2014–2023. *Jurnal Akuntansi Keuangan dan Perpajakan*, (E-ISSN 3063-8208), hlm. 1–13.
- Imroatul F., Indrawati, M., & Rusdiyanto, R. (2025). Pengaruh Nilai Tukar Rupiah, Tingkat Suku Bunga dan Inflasi terhadap IHSG Periode 2020–2023. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis (EK&BI)*, 7(1), hlm. <https://doi.org/10.37600/ekbi.v7i1.1329>