

Dampak Fluktuasi Dinamis Makro Ekonomi, IHSG, dan SIBOR terhadap Jakarta Islamic Index

Ris Yuwono Y. Nugroho
Universitas Trunojoyo Madura

Abstract

Capital markets can be a leading indicator for the economy. Shariah Index has taken place in the process of Islamization of capital markets at once is Islamic capital market development. The purpose of this study to (1) know the description of the dynamics of JII, JCI, Index of Industrial Production, and SIBOR, (2) evaluate the response to shocks Jakarta Islamic Index stock index, the Index of Industrial Production, and SIBOR. Analysis using Vector Autoregression. VAR is built with consideration to minimize the theoretical approach capable of capturing economic phenomena. Description JII and JCI showed a similar pattern, the Index of Industrial Production has an increasing trend, while SIBOR fluctuates and tends to fall. Shocks that occurred in the JII, JCI and the Index of Industrial Production will be responded positively by JII, while the shocks that occurred in SIBOR will respond in the opposite direction.

Key words: Monetary Economics, Jakarta Islamic Index, Vector Autoregression

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pelajaran berharga dari krisis moneter dan perbankan tahun 1997 dan krisis finansial global tahun 2007 menunjukkan bahwa penyelesaian krisis tersebut sangat kompleks dan berbiaya sangat mahal. Krisis keuangan dapat bersumber dari permasalahan yang terjadi dalam berbagai elemen terkait dengan sistem keuangan yakni lembaga keuangan itu sendiri yakni bank, lembaga keuangan non bank dan pasar modal. Krisis dapat juga disebabkan oleh faktor eksternal yang bersumber dari perekonomian internasional melalui dampak mewabah (*contagion effect*) seperti yang terjadi pada krisis Asia tahun 1997. Penelitian dari MacFarlane (1999), Sinclair (2001), dan Crockett (1997) menunjukkan bahwa sistem keuangan yang stabil melalui lembaga dan pasar keuangan yang stabil dapat menghindarkan terjadinya krisis keuangan.

Salah satu pasar keuangan yang berperan di Indonesia adalah pasar modal. Pasar modal dapat menjadi *leading indicator* bagi perekonomian suatu Negara. Nilai kapitalisasi pasar modal di Indonesia selama periode tahun 2003-2009 juga menunjukkan perkembangan yang cukup pesat seperti dalam tabel berikut. (Sumber: Statistik Pasar Modal, beberapa edisi)

Tabel 1. Kapitalisasi Pasar Modal

Tahun	Kapitalisasi (Milyar Rp)
2003	460.366
2004	679.949
2005	801.252
2006	1.249.074
2007	1.988.326
2008	1.076.490
2009	2.019.375

Dengan mayoritas penduduk Indonesia adalah muslim dan diantara jutaan muslim muslim tersebut tentu banyak yang mempunyai kelebihan dana (*surplus unit*), maka keberadaan pasar modal syariah merupakan fenomena yang menarik dalam industri pasar modal di tanah air. Islamisasi Pasar modal yang telah diperjuangkan oleh beberapa kalangan telah memainkan beberapa peran penting yang mengubah peta pasar keuangan. Hal ini telah menjadi sumber utama dari pertumbuhan pasar modal syariah, dimana produk-produk dan pelayanan pasar modal telah diperhatikan untuk diubah menjadi produk-produk dan pelayanan pasar modal syariah.

Indeks syariah telah mengambil tempat dalam proses Islamisasi pasar modal sekaligus merupakan pengembangan pasar modal syariah. Beberapa Indeks besar Islam didunia seperti Dow Jones Islamic Market Index (DJMI), RHB syariah Index, Kuala Lumpur Syariah Index (dll) telah berkembang dan telah mulai populer diantara komunitas muslim yang memiliki komitmen dengan prinsip prinsip Islam dalam menjalankan investasi mereka.

Kinerja saham yang tergolong dalam Jakarta Islamic Index (JII) menunjukkan peningkatan. Peningkatan tersebut seiring dengan kondisi pasar saham yang sedang *bullish* yang tercermin pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Misalnya secara *point to point* Indeks JII meningkat 21.8% dari 164.029 pada akhir tahun 2004 menjadi 199.75 pada akhir tahun 2005 (Bank Indonesia, 2005).

Laporan Tahunan Bank Indonesia (2003) menjelaskan beberapa faktor pendorong positifnya kinerja pasar modal di Indonesia antara lain: Membaiknya persepsi investor asing terhadap tingkat resiko di Indonesia, serta selisih suku bunga (*interest differential*) yang cukup signifikan sehingga memicu arus modal masuk untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek, dan Kestabilan ekonomi makro dan prospek peningkatan pertumbuhan ekonomi yang cukup signifikan disela perekonomian global yang cenderung lesu mengakibatkan pemodal asing mulai melirik pasar modal Indonesia. Selain itu adanya *Roadmap for capital market development* yang bertujuan mengembangkan pasar modal di ASEAN untuk mewujudkan integrasi pasar modal di kawasan.

Sangat menarik untuk mengetahui dinamika JII, IHSG, kondisi sektor riil yang menggambarkan makroekonomi, serta suku bunga regional yang turut mempengaruhi dinamika JII. Identifikasi terhadap sumber ketidakstabilan JII difokuskan pada gejala indeks produksi industri, dinamika saham domestik melalui Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan perubahan suku bunga acuan regional yaitu SIBOR. Dengan mengetahui kontribusi dinamis masing-masing faktor-faktor tersebut, diharapkan dapat dilakukan antisipasi yang lebih baik dimasa datang terhadap variabilitas dan gejala perubahan JII tersebut.

Tujuan Penelitian

Mengacu pemaparan dalam pendahuluan, tujuan penelitian adalah untuk mengetahui:

1. Deskripsi dinamika JII, IHSG, Indeks Produksi Industri, dan SIBOR
2. Respon Jakarta Islamic Index terhadap goncangan IHSG, Indeks Produksi Industri, dan SIBOR.

TINJAUAN TEORI

Transmisi Kebijakan Moneter

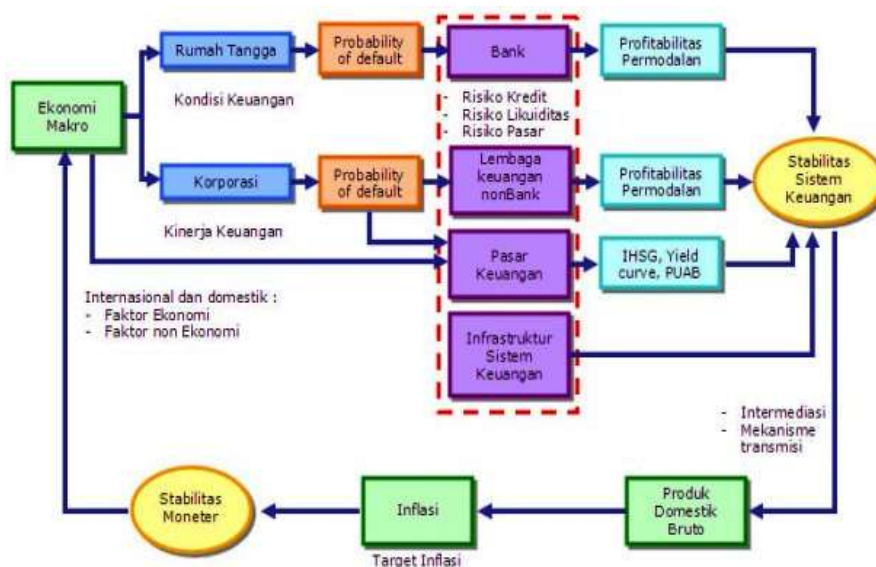
Pengertian kebijakan moneter menurut Boyes dalam Pohan (2008) adalah: *The deliberate manipulation of the money supply and/or interest rate in order to affect the level of national income, prices, unemployment, and other economic variables.* Hubbard

(2005) mendefinisikan kebijakan moneter adalah: *The management of money supply and its links to prices, interest rate, and other economic variables.*

Proses kebijakan moneter hingga menyentuh sektor riil merupakan sesuatu yang kompleks, karena uang berkaitan erat dengan hampir seluruh aspek perekonomian. Dalam banyak hal karena menyangkut perilaku dan ekspektasi, maka mekanisme transmisi kebijakan moneter relatif sulit diprediksi dan ketidakpastian. Menurut Keynesian, jalur transmisi dikelompokkan menjadi tiga jalur utama yaitu: (1) *Traditional Interest Rate Effect*, (2) *Other Asset Price Effects*, dan (3) *Credit View* (Mishkin, 2003).

Stabilitas sistem keuangan

Stabilitas sistem keuangan dipahami dengan melakukan penelitian terhadap faktor yang dapat menyebabkan instabilitas di sektor keuangan. Ketidakstabilan sistem keuangan dapat dipicu oleh berbagai macam penyebab dan gejala. Hal ini umumnya merupakan kombinasi antara kegagalan pasar, baik karena faktor struktural maupun perilaku. Kegagalan pasar itu sendiri dapat bersumber dari internasional dan domestik. (Bank Indonesia, 2007)



Gambar 1. Keterkaitan Stabilitas Keuangan dan Moneter

Pasar Modal Syariah

Secara ideal sistem keuangan syariah memiliki tujuan utama:

1. *Implement the value system of the Qur'an and the Sunnah (tradition or practice of Prophet Muhammad Saw.) in the realm of the Muslim socioeconomic system. Ibn Taymiyah r.a. (n.d.), a distinguished scholar of Islam, explicates this as follows: "In mu'amalat (business transactions) all activities are permissible unless forbidden by revelation (Qur'an) or the practice of Prophet Muhammad Saw." The examples of prohibited business activities would include dealing in gambling, liquor, pork etc. The financial contracts of Islamic banks need to be clearly documented, equitable, and avoid the elements of Riba, Gharar, and Maysir .*
2. *Foster the growth of the economy of Muslim nations by developing financial market, institutions, and instruments, and*
3. *Dampen the shocks of extreme economic output by promoting risk sharing instruments whose payoffs are strictly contingent on the profitability of a firm or project at a micro level. (Ebrahim dan Joo, 2001)*

Penelitian sebelumnya

Solnik (1987) melakukan pengujian dampak variabel nilai tukar, tingkat bunga dan inflasi terhadap harga saham di beberapa negara. Penelitian tersebut menemukan bahwa inflasi dan tingkat bunga signifikan berpengaruh terhadap pasar saham. Yu Qiqao (1997), menguji interaksi indeks harga saham harian dan nilai tukar spot dari pasar keuangan. Menunjukkan bahwa di Singapura tidak terjadi kausalitas antar variabel tersebut.

Prio (2010), menganalisis pengaruh indeks harga saham dan variabel makroekonomi terhadap IHSG dan LQ45 di beberapa negara ASEAN, termasuk Indonesia. Dengan menggunakan metode VAR/VEECM dan ARCG/GARCH. Salah satu temuannya adalah Indeks Produksi Industri memberikan pengaruh positif, sedangkan suku bunga memberikan pengaruh negatif terhadap IHSG dan LQ45. Untoro (2008) mengkaji perubahan nilai tukar Rupiah dan pasar saham. Salah satu hasil temuannya adalah pergerakan bursa saham Jakarta tidak dipengaruhi oleh bursa saham Singapura.

Sriwardani (2008), melakukan penelitian dengan tujuan penelitian untuk mengetahui dan membandingkan pengaruh variabel makroekonomi dan Indonesia terhadap pergerakan IHSG dan JII serta untuk mengetahui dan membandingkan respon dari IHSG dan JII apabila terjadi shock pada indikator makroekonomi global dan Indonesia. Berdasarkan hasil Impulse Respons Function, respon JII terhadap shock variabel makroekonomi, dapat dikatakan sama dengan respon IHSG. Setelah terjadi shock pada suatu variabel makroekonomi, baik JII maupun IHSG, ternyata tidak mampu kembali pada garis keseimbangan jangka panjang secara natural.

Merancia (2009) melakukan penelitian tentang penyebab ketidakstabilan Risiko Jakarta Islamic Index (JII) dan membandingkannya dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Dalam mengidentifikasi penyebab-penyebabnya maka dimasukkan variabel makroekonomi dan indeks regional, dimana variabel makroekonomi tersebut meliputi inflasi, nilai tukar, dan Sertifikat Bank Indonesia, sedangkan indeks regional meliputi Indeks Dow Jones di Amerika, dan Nikkei di Jepang. Kesimpulan penelitian antara lain bahwa untuk variabel dependen Risiko Jakarta Islamic Index (JII), variabel independen Kurs, SBI, Indeks Dow Jones, dan Nikkei signifikan mempengaruhi, sedangkan inflasi tidak signifikan mempengaruhi.

Muhajir (2008) menganalisis Jakarta Islamic Indeks (JII) dengan menggunakan Analisis Kointegrasi dan *Vector Error Correction Model*. Penelitian ini menjelaskan bagaimana hubungan antara dua indeks yang bergerak paralel secara bersamaan, namun dengan kriteria yang berbeda satu yaitu Jakarta Islamic Indeks yang memegang prinsip Syariah, sedangkan yang lain adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Salah satu hasil penelitian tersebut menjelaskan bahwa JII mempunyai hubungan jangka panjang dengan IHSG, namun dengan menggunakan metode VECM yang menjelaskan hubungan kausalitas dan jangka pendek menyatakan bahwa JII tidak mempunyai hubungan jangka pendek dengan IHSG.

METODE PENELITIAN

Definisi Operasional

Penelitian menggunakan data sekunder dengan bentuk deret waktu (*time series*) mulai Januari 2003 sampai dengan Agustus 2010, bersumber dari laporan dan data yang dipublikasikan berbagai pihak. Berikut penjelasan peubah yang digunakan dalam penelitian beserta definisi operasionalnya:

1. *Jakarta Islamic index (JII)* yang digunakan adalah indeks saham pada Bursa Efek Indonesia (dulu Bursa Efek Jakarta) yang mulai dikenalkan pada Juli tahun 2000.

Berdasarkan arahan Dewan Pengawas Syariah, ada 4 syarat yang harus dipenuhi agar saham-saham tersebut dapat masuk ke JII:

- a. emiten tidak menjalankan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang
- b. bukan lembaga keuangan konvensional yang menerapkan sistem riba, termasuk perbankan dan asuransi konvensional
- c. usaha yang dilakukan bukan memproduksi, mendistribusikan, dan memperdagangkan makanan/minuman yang haram
- d. tidak menjalankan usaha memproduksi, mendistribusikan, dan menyediakan barang/jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat

Selain filter syariah, saham yang masuk ke dalam JII harus melalui beberapa proses penyaringan (*filter*) terhadap saham yang listing, yaitu:

- a. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan, kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar.
- b. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun berakhir yang memiliki rasio Kewajiban terhadap Aktiva maksimal sebesar 90%.
- c. Memilih 60 saham dari susunan saham di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (market capitalization) terbesar selama 1 (satu) tahun terakhir.
- d. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama 1 (satu) tahun terakhir.

Pengkajian ulang akan dilakukan 6 (enam) bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya.

2. Makroekonomi, agar mendapatkan data bulanan, maka kondisi makroekonomi berupa output nasional ini diproksi dengan Indeks Produksi Industri (**IPI**), yang merupakan ukuran output dari industri-industri sedang dan besar secara bulanan, dan dinyatakan dengan indeks.
3. Indeks Harga Saham Gabungan, (**IHSG**) merupakan salah satu indeks pasar saham yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI; dahulu Bursa Efek Jakarta (BEJ)). Diperkenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983, sebagai indikator pergerakan harga saham di BEJ, Indeks ini mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEI. Hari Dasar untuk perhitungan IHSG adalah tanggal 10 Agustus 1982. Pada tanggal tersebut, Indeks ditetapkan dengan Nilai Dasar 100 dan saham tercatat pada saat itu berjumlah 13 saham
4. **SIBOR**, Singapore Interbank Offered Rate, merupakan suku bunga acuan yang digunakan dalam transaksi perbankan di singapura sebagai proksi suku bunga regional asia tenggara.

Analisis Vector Autoregression

Model VAR dibangun dengan pertimbangan meminimalkan pendekatan teori dengan tujuan agar mampu menangkap fenomena ekonomi dengan baik. (Widarjono, 2007). Seringkali teori ekonomi belum mampu menentukan spesifikasi model yang tepat, atau teori terlalu kompleks sehingga simplifikasi harus dibuat. Model VAR berguna menunjukkan ketergantungan antar peubah ekonomi sehingga model sangat baik menjelaskan perilaku peubah dalam kompleksitas perekonomian. Model VAR tidak perlu membedakan antara peubah endogen dan eksogen. Semua peubah endogen maupun eksogen dipercaya saling berhubungan dan seharusnya dimasukkan di dalam model. Model VAR secara matematis ditulis (Thomas, 1997):

$$\mathbf{z}_t = \sum_{i=1}^k \mathbf{A}_i \mathbf{z}_{t-i} + \varepsilon_t$$

keterangan:

\mathbf{z}_t = Vektor kolom observasi waktu t semua peubah

\mathbf{z}_{t-i} = Vektor kolom dari nilai random pengganggu

\mathbf{A}_i = Matriks parameter yang tidak bernilai 0

ε_t = Vektor *error*

Tahapan pembentukan model

1. Uji stasioneritas data.
Data ekonomi *time series* umumnya bersifat stokastik atau memiliki tren yang tidak stasioner, artinya data tersebut mengandung akar unit. Untuk dapat mengestimasi model menggunakan data tersebut, maka langkah pertama yang harus dilakukan adalah masalah uji stasioneritas data atau dikenal dengan *unit root test*. Apabila data mengandung akar unit, maka sulit untuk mengestimasi suatu model dengan menggunakan data tersebut karena tren data tersebut cenderung berfluktuasi tidak disekitar nilai rata-rata, maka dapat disimpulkan bahwa data yang stasioner akan mempunyai kecenderungan untuk mendekati nilai rata-ratanya dan berfluktuasi di sekitar nilai rata-ratanya (Gujarati, 2003).
2. Penentuan Kelambanan Optimal.
Penentuan lag optimal dapat diidentifikasi dengan menggunakan *Akaike Info Criterion* (AIC), *Schwarz Info Criterion* (SC) maupun *Hannan Quinn Criterion* (HQ) dan sebagainya. Kelambanan peubah diperlukan untuk menangkap efek dari peubah tersebut terhadap peubah yang lain di dalam model. Selain itu pengujian panjang lag optimal sangat berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sistem VAR, sehingga dengan digunakannya lag optimal diharapkan tidak muncul lagi masalah autokorelasi.
3. Stabilitas Model
Untuk menguji stabil tidaknya estimasi VAR yang telah dibentuk maka dilakukan *VAR stability condition check* berupa *roots of characteristis polynomial*. Suatu sistem VAR dikatakan stabil jika seluruh nilai akar memiliki modulus lebih kecil dari satu.
4. Analisis *Impulse Response Function*
Melalui IRF, respon sebuah peubah independen sebesar satu standar deviasi dapat ditinjau. IRF menelusuri dampak gangguan sebesar satu standar kesalahan (*standart error*) sebagai inovasi pada sesuatu peubah endogen terhadap peubah endogen yang lain.
5. Uji Kausalitas Granger
Untuk mengetahui hubungan dua arah. Jika terjadi hubungan kausalitas, maka di dalam model ekonometrika tidak terdapat variabel independen, karena semua dependen.

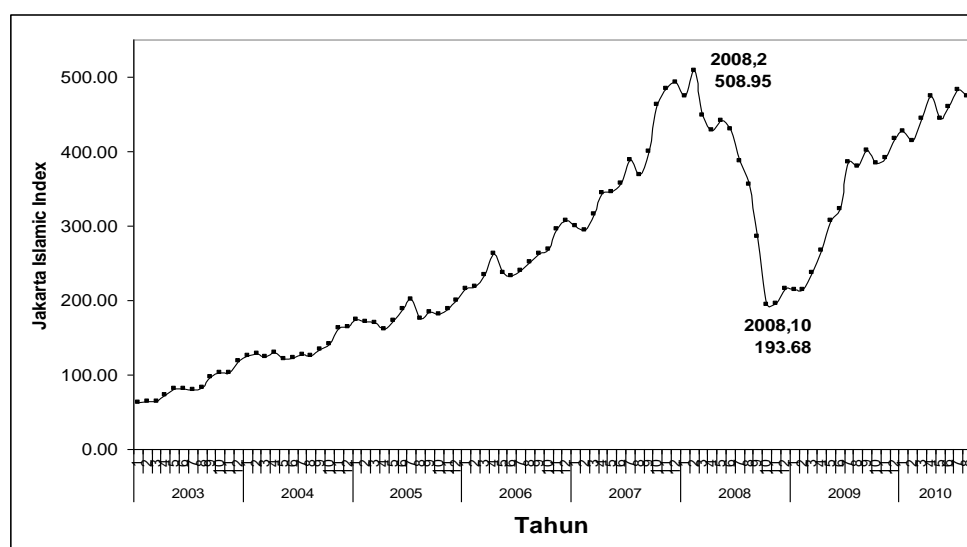
ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dinamika JII, IHSG, Indeks Produksi Industri dan SIBOR.

Perkembangan JII selama periode penelitian yaitu Januari 2003 sampai dengan Agustus 2010 menunjukkan kenaikan yang stabil terutama sampai dengan akhir 2007, Beberapa faktor yang turut mendorong kinerja JII pada tahun 2003 adalah kinerja positif beberapa bursa internasional serta relatif rendahnya suku bunga perbankan. baik selama 2003 telah banyak mendukung stabilitas sistem keuangan. Neraca pembayaran, nilai tukar rupiah dan laju inflasi menunjukkan kinerja yang

lebih baik dibandingkan proyeksinya di awal tahun. Sementara, pertumbuhan ekonomi mencapai angka sama dengan perkiraan semula.

Memasuki tahun 2004 kinerja JII mengalami peningkatan signifikan seiring dengan saham yang bullish dan IHSG yang menembus 1000. Sekitar 80% saham JII adalah saham yang masuk dalam kategori LQ-45, sehingga pergerakan indeks dan nilai kapitalisasi pasarnya seiring dengan IHSG. Perbaikan fundamental mikro dalam hal ini adalah kinerja emiten yang menunjukkan peningkatan laba. Selain itu, bertambahnya minat beli investor asing sebagai penggerak investor domestik juga turut berpengaruh positif terhadap indeks. Dari sisi eksternal, kecenderungan melemahnya dolar secara global yang dipicu oleh isu berlanjutnya defisit ganda di AS telah mendorong aliran modal internasional memasuki aset finansial nondolar termasuk rupiah. Perkembangan JII selama periode penelitian pada gambar 2.



Gambar 2. Perkembangan JII

Tahun 2005 kinerja saham yang tergolong dalam JII menunjukkan peningkatan, sebagaimana tercermin dari indeks JII yang mengalami peningkatan signifikan. Peningkatan tersebut seiring dengan kondisi pasar saham yang sedang bullish yang tercermin pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang meningkat 16,2% menjadi 1162,64 point pada akhir tahun laporan, di samping saham-saham yang tergolong dalam JII merupakan saham blue chip yang masuk kategori LQ-45. Di pasar saham, secara keseluruhan IHSG menunjukkan peningkatan selama 2005 meskipun cenderung fluktuatif terutama sejak semester kedua. Di sisi internal, sentimen negatif dari depresiasi nilai tukar dan peningkatan suku bunga dalam negeri sebagai respon dari tingginya inflasi turut menekan IHSG. Namun demikian, faktor fundamental yang kuat dan membaiknya sentimen dan mikro emiten ditengarai cukup berperan dalam menahan tekanan terhadap indeks lebih jauh.

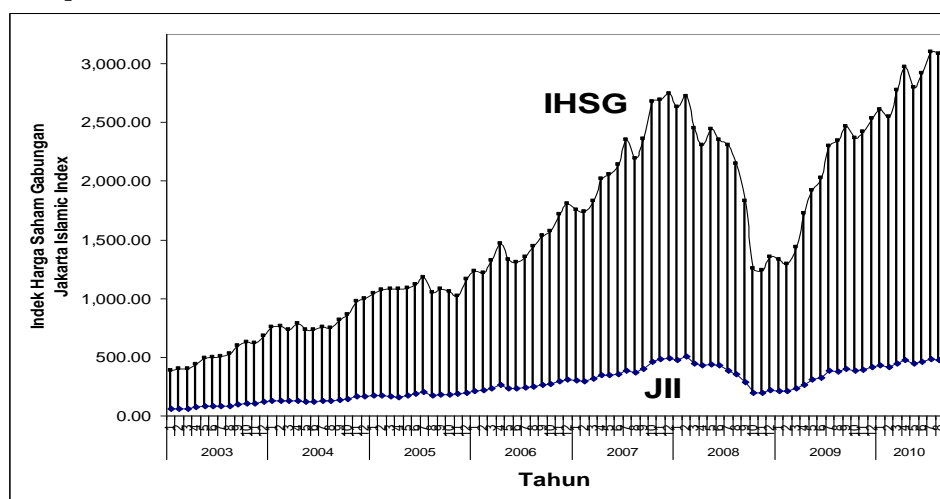
Pada 2006, investor asing memegang peranan penting dalam transaksi di BEJ. Posisi net beli asing mencapai Rp17,3 triliun dalam perdagangan saham. Ekses likuiditas global mendorong investor asing untuk mencari outlet penempatan investasi di negara emerging market. Kecenderungan ini didukung prediksi berbagai analis pasar bahwa emerging market berpotensi tumbuh lebih tinggi dibandingkan negara-negara maju. Langkah investor asing ini kemudian diikuti oleh investor domestik sehingga memicu peningkatan IHSG lebih lanjut. Kondisi pasar saham global tersebut merupakan dampak dari berakhirnya siklus

kebijakan moneter ketat Federal Reserve dan tren turunnya harga minyak dunia. Namun, sejalan dengan menguatnya kembali keyakinan terhadap kestabilan makro, perbaikan indikator eksternal, optimisme di kalangan pelaku pasar saham kembali pulih, sehingga aktivitas bursa saham kembali meningkat.

Pasar modal berbasis syariah hingga akhir November 2006 menunjukkan perbaikan. Jakarta Islamic Index (JII) naik sebesar 55,5% yaitu dari 199,8 pada akhir 2005 menjadi 310,7 per 15 Desember 2006, lebih baik jika dibandingkan dengan Indeks LQ45 dan IHSG yang masing-masing naik 53,5% dan 54,2% pada periode yang sama.

Tahun 2007 terjadi peningkatan kinerja pasar modal tersebut didukung oleh faktor domestik dan faktor eksternal yang membaik. Faktor domestik yang mendorong peningkatan indeks pasar modal adalah semakin membaiknya berbagai indikator makroekonomi, seperti inflasi yang terkendali dan cenderung menurun, cadangan devisa yang cukup kuat dan pertumbuhan ekonomi yang meningkat. Di sisi mikro, kinerja emiten juga membaik yang ditunjukkan oleh peningkatan keuntungan yang cukup besar terutama pada triwulan III-2007. Ekspektasi peningkatan keuntungan terus berlanjut, khususnya untuk emiten tambang dan pertanian, sehubungan dengan meningkatnya harga komoditas tersebut di pasar internasional.

Dari sisi eksternal, peningkatan kinerja pasar modal Indonesia dipengaruhi oleh sentimen positif di bursa saham internasional dan regional yang membaik. Walaupun pasar saham global pada tahun 2007 sempat digoncang oleh dampak subprime mortgage di AS, pecahnya bubble di China, dan peningkatan harga minyak dunia, namun langkah otoritas global dalam menangani krisis tersebut mampu mengembalikan optimisme para pelaku pasar sehingga indeks harga saham kembali meningkat. Penguatan indeks di bursa Amerika dan China yang turut mendorong peningkatan indeks regional. Perkembangan IHSG jika disandingkan dengan JII tampak seperti Gambar 3 berikut.



Gambar 3. Perkembangan IHSG dan JII

Kinerja pasar saham pada awal tahun 2008 masih cukup baik, namun terkoreksi cukup dalam pada semester II 2008. IHSG pada akhir tahun 2008 ditutup pada level 1.355 poin atau melemah 50,64% dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Kondisi tersebut menempatkan Bursa Efek Indonesia (BEI) pada peringkat Penurunan kinerja IHSG lebih disebabkan oleh gejolak eksternal, baik di pasar keuangan maupun pasar komoditas, sementara itu kondisi domestik masih relatif terjaga. Gejolak eksternal bermula dari pecahnya *bubble* pasar keuangan global

yang memicu terjadinya proses *deleveraging* dan berdampak pada perlambatan ekonomi global.

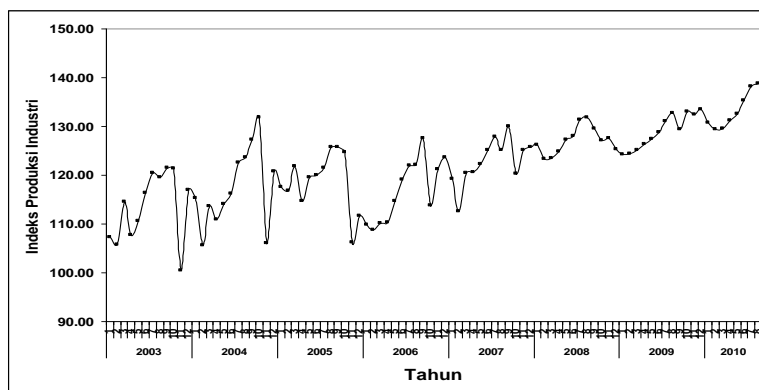
Krisis ekonomi global yang mengemuka pada pertengahan tahun 2008 terus berlanjut dengan intensitas yang semakin besar serta dampak yang semakin meluas, termasuk ke Indonesia, pada akhir periode tahun 2008 dan awal tahun 2009. Pada periode tersebut, perekonomian Indonesia mengalami tekanan yang cukup berat sebagai akibat ketidakstabilan sistem keuangan dan masih tingginya ketidakpastian perekonomian global. Perkembangan tersebut memberikan tekanan pada kinerja berbagai indikator di pasar keuangan Indonesia berupa anjloknya IHSG, kenaikan *yield* SUN, dan tekanan depresiasi nilai tukar rupiah yang disertai dengan tingkat volatilitas yang tinggi.

Setelah mengalami penurunan pada tahun 2008, memasuki tahun 2009 aliran masuk modal asing mulai terjadi sehingga mendorong kenaikan IHSG dan nilai perdagangan menjadi relatif sama dengan level sebelum triwulan III 2008 yang berada pada kisaran 2.349. Meningkatnya aktivitas pelaku asing di pasar keuangan, yang diikuti oleh pelaku domestik, mendorong IHSG terus meningkat sejak triwulan II 2009 sehingga tercatat di level 2.534 pada akhir tahun 2009. Nilai itu meningkat tajam dibandingkan dengan akhir tahun 2008 yang sebesar 1.355 dan merupakan yang tertinggi di antara pasar saham di Asia.

Perbaikan kinerja pasar saham juga didukung oleh peningkatan aktivitas perdagangan dengan rata-rata volume perdagangan pasar saham yang meningkat kembali sehingga tercatat Rp3,99 triliun per hari untuk keseluruhan tahun 2009. Beberapa sektor yang cukup dominan memengaruhi kenaikan pasar saham tersebut ialah sektor berbasis komoditas primer seperti sektor pertambangan dan sektor perkebunan. Perkembangan di sektor primer tersebut tidak terlepas dari pengaruh tren kenaikan harga komoditas.

Selama tahun 2010, IHSG terus meningkat dan pernah mencapai posisi 3.786 yang merupakan indeks dengan kinerja terbaik di kawasan Asia. Penguatan IHSG didukung pula oleh kondisi makroekonomi serta kondisi mikro emiten yang memiliki prospek keuangan yang rela baik di antara negara kawasan. Kinerja perekonomian Indonesia pada semester I 2010 menunjukkan ketahanan yang cukup baik bahkan dengan kecenderungan menguat.

Peningkatan kinerja perekonomian domestik dipengaruhi oleh kondisi ekonomi global, daya beli masyarakat yang relatif stabil yang mendorong kuatnya permintaan domestik, serta stabilnya nilai tukar rupiah. Namun demikian, kinerja perekonomian ini masih menghadapi berbagai tantangan terutama yang datang dari berbagai permasalahan mikro struktural di sektor riil yang belum selesai seperti lemahnya daya saing sektor industri dan pembangunan infrastruktur yang masih tersendat. Kondisi dinamika sektor riil tersebut dideskripsikan pada Gambar 4.

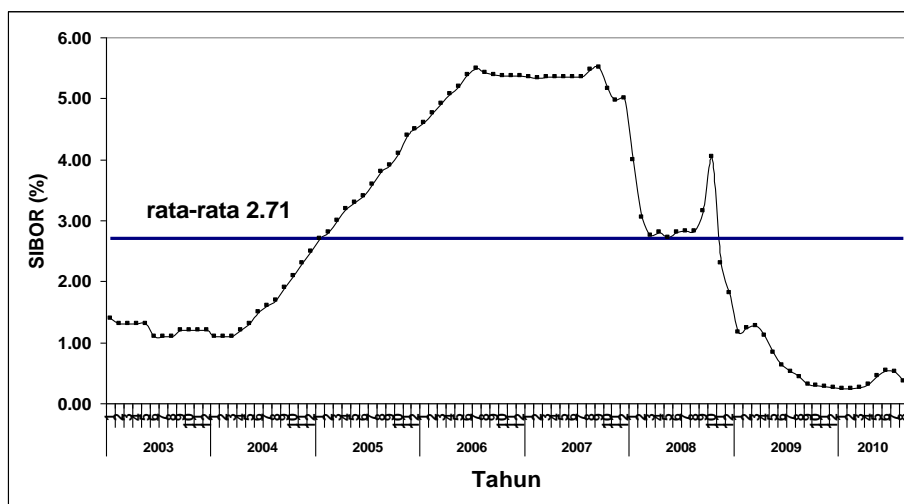


Gambar 4. Perkembangan Indeks Produksi Industri

Dari sisi eksternal, pada tahun 2003 terjadi penurunan suku bunga internasional hal tersebut juga dapat lihat dengan stabilnya dengan cenderung turun pada kisaran 1 sampai dengan 2 persen. Kondisi tersebut masih berlangsung sampai dengan pertengahan tahun 2004. Memasuki tahun 2005 perekonomian Singapura mengalami kemajuan yang pesat pada periode laporan, yaitu mencapai 7% pada triwulan III 2005 dan 5,2% pada triwulan IV 2005. Di sisi lain, tingkat inflasi Singapura relatif stabil sehingga bank sentral/ otoritas moneter kedua negara tersebut mengambil kebijakan untuk tetap mempertahankan suku bunganya dan membantu memberi ruang gerak bagi penurunan suku bunga domestik tanpa adanya gejolak terhadap nilai rupiah. Suku bunga SIBOR mulai menunjukkan kenaikan sampai dengan tahun 2007.

Tahun 2006 mata uang Dollar Singapura mencatat penguatan tinggi. Penguatan dollar Singapura ini merupakan yang tertinggi selama sembilan tahun terakhir seiring dengan optimisme terhadap kondisi perekonomian yang terus membaik dan diimbangi dengan kebijakan Monetary Authority of Singapore (MAS) untuk menekan laju inflasi. Tahun 2007 Singapura tumbuh melambat, Singapura menahan kenaikan suku bunga untuk mendongkrak laju pertumbuhan. Perekonomian jatuh akibat resesi AS dan melambatnya ekonomi dunia. Investasi juga ikut menurun seiring dengan melemahnya output manufaktur. Pemerintah juga melakukan kebijakan ketat baik di bidang fiskal maupun moneter. Seiring terjadinya perlambatan ekonomi dunia, pada akhir 2008 Suku bunga SIBOR kembali meningkat.

Tahun 2009 krisis global dirasakan dampaknya oleh sektor-sektor yang terkait langsung dengan transaksi internasional seperti usaha ekspor dan impor. Kontraksi ekonomi di Singapura, tidak seburuk proyeksi sebelumnya, karena itu dilakukan upaya penurunan suku bunga termasuk SIBOR. Tahun 2010 pemulihan ekonomi kawasan terjadi lebih cepat dari perkiraan, sebab itu suku bunga SIBOR berangsur turun bahkan sampai tingkat yang lebih rendah dari tahun 2003. Perkembangan SIBOR ditunjukkan pada gambar 5 berikut.



Gambar 5. Perkembangan SIBOR

Analisis Vector Autoregression

Uji Stasioneritas Data

Hasil Uji stasioneritas data dengan uji Augmented Dickey-Fuller pada data *level* I(0) dan tingkat *difference* I(1) sebagai berikut.

Tabel 2. Uji Akar Unit

Peubah	Tes Statistik	Nilai Kritis 5% <i>Level</i>	Keterangan
JII	-3.461	-2.159	Tidak Stasioner
IHSG	-3.461	-2.897	Tidak Stasioner
IPI	-6.296	-3.459	Stasioner
SIBOR	-2.894	-0.689	Tidak Stasioner
<i>Tingkat Difference</i>			
DJII	-7.169	-2.894	Stasioner
DIHSG	-7.322	-2.894	Stasioner
DIPI	-3.803	-2.898	Stasioner
DSIBOR	-7.362	-2.894	Stasioner

Uji Kelambanan Optimal

Lag maksimum yang terbentuk adalah 13, karena pada *lag* tersebut sistem masih stabil yang ditandai dengan besaran modulus kurang dari satu, yaitu sebesar 0.980625. Dari *lag* maksimum, tersebut, terdapat pilihan kandidat *lag* optimal dari berbagai kriteria informasi yang tersedia.

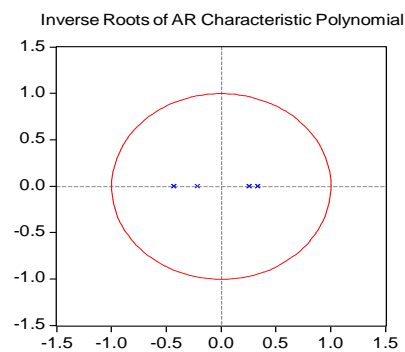
Tabel 3. Kandidat Kriteria Kelambanan Optimal

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	3321892.	26.36755	26.48752*	26.41561*
1	36.72451	3034337.*	26.27633	26.87619	26.51666
2	19.64210	3447851.	26.40080	27.48054	26.83338
3	13.16576	4269253.	26.60638	28.16601	27.23122
4	20.56876	4664612.	26.67969	28.71921	27.49678
5	23.24819	4802935.	26.68392	29.20333	27.69327
6	15.77141	5583874.	26.79692	29.79622	27.99853
7	13.77698	6706980.	26.92644	30.40563	28.32031
8	28.07629*	5881382.	26.72115	30.68023	28.30728
9	16.02197	6649680.	26.74474	31.18371	28.52313
10	20.89012	6558545.	26.60006	31.51892	28.57071
11	26.24774	5391578.	26.23313	31.63188	28.39604
12	19.96771	5190838.	25.97261	31.85124	28.32777
13	20.91569	4654970.	25.57322*	31.93174	28.12064

Tiga kandidat lag optimum yang terbentuk yaitu lag 1 lag 8 dan lag 13, ditandai dengan tanda asterik di atas. Dipilih lag 1 karena pertimbangan lag tersebut menghasilkan nilai AIC terendah dan mengurangi kehilangan observasi jika menggunakan lag yang lebih panjang.

Uji Stabilitas VAR

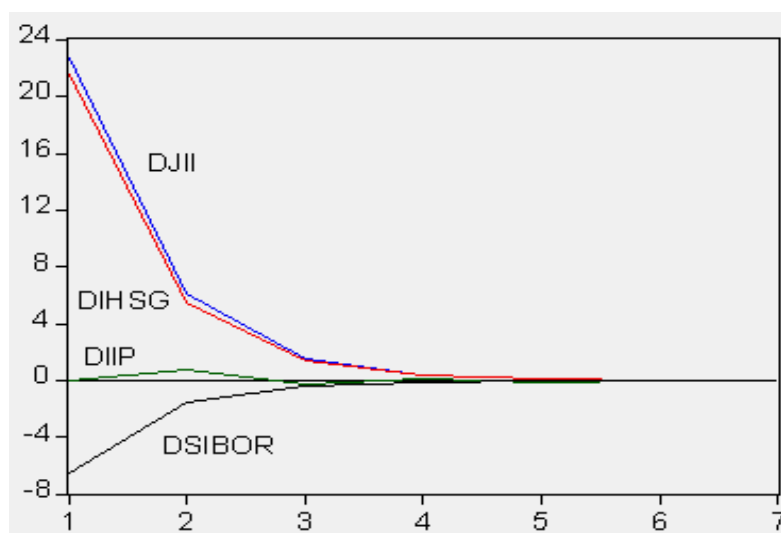
Model VAR stabil yang ditandai dengan modulus yang kurang dari satu, secara grafis (gambar 6) tidak ada yang keluar dari lingkaran, dengan demikian model VAR stabil dan dapat dilanjutkan dengan analisis IRF dan *Granger Causality*.



Gambar 6. Stabilitas Model

Respon Jakarta Islamic Index

Untuk mengetahui lebih lanjut pola penyesuaian atau respon Jakarta Islamic Index jika terjadi *shock* atau guncangan dari seluruh peubah yang terlibat maka dilakukan analisis *impulse response function*. Guncangan salah satu peubah tidak hanya secara langsung mempengaruhi peubah tersebut tetapi juga ditransmisikan kepada seluruh peubah yang ada melalui struktur dinamis model VAR. IRF dapat melacak efek perubahan satu peubah terhadap peubah yang lain. Gambar 7 berikut menggambarkan respon peubah JII dengan adanya *shock* atau guncangan satu standar deviasi dari masing-masing peubah.

Gambar 7. *Impulse Response Function* JII

Inovasi atau guncangan satu standar deviasi IHSG direspon positif oleh JII, artinya jika ada kenaikan IHSG maka JII juga akan bergerak naik. Besarnya kenaikan JII adalah 21.49 persen pada bulan pertama setelah guncangan. Selanjutnya pada bulan kedua dan ketiga menurun menjadi 6.10 persen dan 1.55 persen. Penurunan respon tersebut berlanjut sampai dengan bulan ke-5 ketika hampir mendekati 0 persen, artinya hampir sudah tidak direspon lagi oleh JII.

Akibat guncangan satu standar deviasi Indeks Produksi Industri yang menggambarkan kondisi sektor riil makroekonomi Indonesia, direspon positif (kenaikan) JII pada bulan pertama dan kedua. Pada bulan pertama hanya direspon

positif tipis pada 0.03 persen dan pada bulan kedua merupakan respon terbesar pada angka positif 0.73 persen. Pada bulan-bulan berikutnya respon JII semakin tidak signifikan karena berada pada kisaran 0 persen.

Berbeda dengan IHSG dan IPI yang direspon positif (searah) oleh JII, guncangan dari SIBOR direspon dengan arah negatif (berlawanan arah) oleh JII. pada bulan pertama setelah guncangan satu standar deviasi SIBOR, JII akan turun sebesar 6.51 persen, dan pada bulan kedua setelah guncangan, JII akan merespon dengan turun sebesar 1.49 persen. Pada bulan ketiga dan seterusnya respon JII sudah tidak signifikan karena sudah berapa pada besaran 0 persen.

Selain dapat melacak guncangan dari peubah yang lain, IRF juga dapat melacak akibat perubahan dari JII sendiri. Jika terjadi perubahan sebesar satu standar deviasi JII, maka pada bulan berikutnya akan direspon positif oleh JII sebesar 22.74 persen, dan pada bulan berikutnya masih direspon positif dengan kenaikan sebesar 6.10 persen. Pada bulan ketiga respon JII juga masih positif sebesar 1.55 persen, baru pada bulan ke empat dan seterusnya sudah hampir tidak direspon oleh JII.

Dari hasil analisis IRF tersebut menunjukkan bahwa pergerakan IHSG dan sektor riil menunjukkan arah yang sama dengan JII. Hal tersebut sesuai dengan salah satu temuan Prio (2010) dan Sriwardani (2008), tetapi bertentangan dengan temuan Muhajir (2008) tentang hubungan jangka pendek dengan IHSG. Suku bunga SIBOR meskipun kecil, tetapi direspon oleh JII pada 3 bulan pertama, hal tersebut bertentangan dengan temuan Untoro (2008), tetapi mendukung penelitian Merancia (2009) adanya pengaruh *shock* regional terhadap kondisi JII.

SIMPULAN DAN SARAN

Dinamika perkembangan JII dan IHSG dengan menggunakan data akhir bulan selama periode penelitian menunjukkan pola yang serupa, mengalami peningkatan mulai awal penelitian 2003 sampai dengan akhir 2007. Setelah itu periode tahun 2008 mengalami penurunan pada saat perekonomian dunia mengalami imbas krisis finansial. Periode awal 2009 sampai akhir penelitian Agustus 2010 kembali menunjukkan peningkatan seiring dengan pemulihan imbas krisis. Kondisi sektor riil tergambar dari Indeks Produksi Industri menunjukkan trend meningkat selama periode penelitian, sedangkan suku bunga SIBOR menunjukkan fluktuasi dan cenderung mengalami trend penurunan khususnya setelah tahun 2008.

Identifikasi sumber ketidakstabilan bersifat *forward looking* (melihat ke depan), dan dimaksudkan untuk mengetahui arah dan potensi risiko yang akan timbul dengan adanya *shock* tertentu. Dengan menggunakan IRF, dapat diketahui bahwa guncangan yang terjadi pada JII, IHSG dan Indeks Produksi Industri akan direspon positif oleh JII, sedangkan guncangan yang terjadi pada SIBOR akan direspon negatif oleh JII. Keempat faktor tersebut rata-rata akan direspon oleh JII sampai dengan bulan ke-3.

Disarankan untuk peneliti berikutnya menggunakan peubah nilai tukar Rupiah, harga minyak dunia dan suku bunga kebijakan Indonesia yaitu BI rate maupun suku bunga kebijakan Amerika Fed Fund Rate sebagai faktor yang mempengaruhi JII. Analisis deskripsi dapat dilengkapi dengan grafik *event analysis*.

DAFTAR PUSTAKA

- Bank Indonesia, 2003-2010, *Laporan Perekonomian Indonesia*, Beberapa edisi, Bank Indonesia, Jakarta.
- Bappepam. 2003-2010, *Statistik Pasar Modal*, Jakarta, Biro Riset dan teknologi Informasi.
- Crockett, A., 1997, Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?, *paper presented at Maintaining Financial Stability in a Global Economy Symposium*, the Federal Reserve Bank of Kansas City, August 28-30.
- Ebrahim, M.S. and K.J. Tan. 2001. Islamic Banking in Brunei Darussalam, *International Journal of Social Economics*, 28 (4): 314-337.
- Hubbard, G.R., 2005, *Money, the Financial System, and the Economy*. Fifth Edition. Pearson Addison-Wesley, New York.
- Johansen, S., 1988, Statistical Analysis of Cointegrating Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12 (2): 131-154.
- McFarlane, I.J., 1999, 'The Stability of Financial System', *Reserve Bank of Australia Bulletin*, August.
- Merancia, A., 2009, *Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Indeks Regional terhadap Risiko Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)*, Jakarta, Fakultas Pascasarjana, PSTTI.
- Mishkin, F.S. 2003. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Seventh Edition. Addison-Wesley, Boston.
- Muhajir, M. H., 2008, *Analisis Kointegrasi: Keterkaitan Jakarta Islamic Indeks Dengan IHSG dan SBI di Bursa Efek Jakarta*, Semarang, Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Pohan, A., 2008. *Kerangka Kebijakan Moneter dan Implementasinya di Indonesia*. PT RajaGrafindo Persada, Jakarta.
- Sinclair, P. J. N., 2000, Central Banks and Financial Stability, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol.40, No.4, November.
- Solnik, B., 1987, Using Financial Price to Test Exchange Rate Models: A Note, *The Journal of Finance*, Vol. XLII, No. 1
- Sriwardani, F, 2008, *Perbandingan Pengaruh Indikator makroekonomi Global dan Indonesia Terhadap IHSG dan JII Menggunakan Model VAR dan Impulse Response Functions*, Jakarta, Fakultas Pascasarjana, PSTTI.
- Thomas, R.L., 1997, *Modern Economics: An Introduction*. Addison-Wesley, Harlow
- Widarjono, A., 2007, *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi*. Edisi Kedua. Ekonisia, Yogyakarta.
- Yu, Q., 1997, Stock Prices and Exchange Rates: Experience in Leading East Asian Financial Centre: Tokyo, Hongkong, and Singapore, *Singapore Economic Review*, Volume 41, Pages 47-56.