

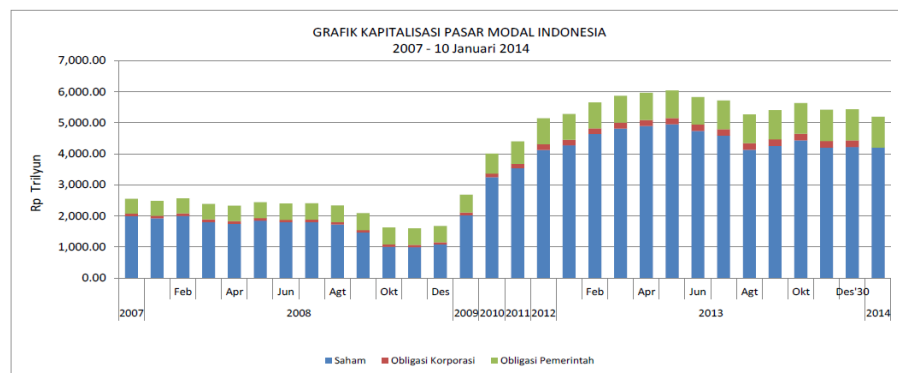
BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Perkembangan Saham di Indonesia

Bapepam-LK/OJK mendefinisikan instrumen-instrumen yang terdapat dalam pasar modal yaitu saham, obligasi, waran, *right issue*, kontrak berjangka indeks saham, dan reksa dana. Berdasarkan instrumen-instrumen keuangan tersebut dapat diketahui bahwa, saham merupakan instrumen keuangan yang paling banyak diperdagangkan di Bursa yaitu seperti ditunjukkan dalam grafik berikut:



Gambar 2.1 Grafik Kapitalisasi Pasar Modal Indonesia 2007-2014

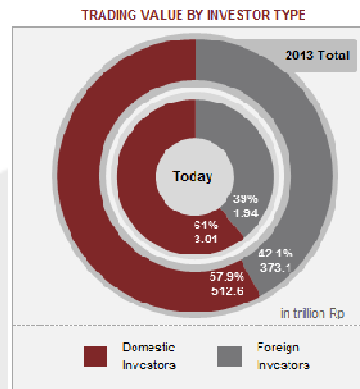
Sumber : Statistik Pasar Modal (OJK)

Saham dapat dikelompokkan dengan mengaitkan fundamental perusahaan dengan situasi ekonomi yang sedang berlangsung. Faktor makro ekonomi dan faktor mikro memberikan pengaruh terhadap pergerakan harga saham. Indikator fundamental (mikro) yang dipakai adalah laba perusahaan, kualitas manajemen

perusahaan, situasi ekonomi, dan lain-lain. Bursa Efek Indonesia merupakan sarana yang memfasilitasi masyarakat dalam memperjualbelikan saham mereka. Menurut data Otoritas Jasa Keuangan jumlah perusahaan yang memperoleh pernyataan efektif untuk menawarkan saham kepada masyarakat umum dari tahun 1977 sampai dengan tanggal 10 Januari 2013 yang tercatat di Bursa Efek Indonesia adalah 483 emiten saham.

Mengacu pada Keputusan Menteri Keuangan no.455/KMK.01/1997 mengenai pencabutan ketentuan pembatasan pembelian saham oleh investor asing sebagaimana diperjelas dengan Keputusan Menteri Keuangan no. 457/KMK.010/1997 mengenai pemilikan saham perusahaan efek oleh pemodal asing, menunjukkan bahwa Indonesia telah menjadi bursa saham yang global. Hal itu dimungkinkan bahwa kondisi perekonomian secara global dapat mempengaruhi kondisi pasar saham di Indonesia.

Pada tahun 2013 tercatat kepemilikan asing terhadap saham di Indonesia per 4 September 2013 sebesar 56,17 persen. Jumlah ini menurun dibandingkan akhir 2011 yang berada di kisaran 60 persen. Sementara itu jumlah kepemilikan investor lokal mengalami kenaikan dari 40,14 persen di tahun 2011 menjadi 44,22 persen pada Agustus 2013 (eksbis.sindonews.com). Sepanjang tahun 2013 nilai transaksi domestik semakin meningkat.



Gambar 2.2 Nilai Transaksi Investor Asing dan Domestik

Sumber: Rudiyanto. Blogspot.com

Tingkat volatilitas investasi di Indonesia tinggi sehingga menghasilkan return investasi yang tinggi pula, hal ini merupakan salah satu daya tarik investor asing masuk ke Indonesia.

2.1.2 Indeks LQ45

Menurut (Fakhruddin 2008:109) Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat apakah pasar sedang aktif atau lesu. Indeks harga saham yang ditransaksikan merupakan indeks yang sudah diketahui validitasnya dalam mempresentasikan fluktuasi harga-harga saham secara keseluruhan dan saham-saham yang membentuk indeks tersebut juga likuid. Indeks harga saham yang dipakai dalam penelitian ini adalah Indeks LQ45.

Indeks LQ45 merupakan kumpulan dari 45 saham yang terlikuid. Indeks ini mencerminkan kondisi harga-harga saham pada suatu bursa, terutama Bursa Efek Indonesia. Indeks LQ45 dapat menggambarkan penurunan dan kenaikan

harga saham di waktu tertentu dibandingkan dengan melihat harga saham secara keseluruhan dalam waktu yang berbeda (Mario:2012). Dalam menentukan keputusan investasi, investor dan para analis juga melihat tingkat likuiditas dari suatu saham. Likuiditas transaksi merupakan merupakan nilai transaksi di pasar regular. Menurut Agus Sartono dan Sri Zulaihati (1998) dalam thesis Bima Putra (2001), indeks LQ45 merupakan indeks yang dalam perhitungannya hanya melibatkan saham-saham yang aktif, memiliki kapitalisasi pasar yang besar dan memiliki fundamental yang baik.

Indeks LQ45 juga dipandang lebih mewakili kondisi pasar di Bursa Efek Jakarta dibandingkan dengan IHSG. Tujuan LQ45 sebagai pelengkap IHSG dan khususnya untuk menyediakan sarana yang obyektif dan terpercaya bagi analis keuangan, manajer investasi, investor dan pemerhati pasar modal lainnya dalam memonitor pergerakan harga saham yang aktif diperdagangkan. Dalam penelitian ini, Indeks LQ45 dipergunakan untuk melihat pengaruh *quantitative easing* terhadap bursa saham di Indonesia.

2.1.3 Pengaruh Faktor Makro Ekonomi dan Faktor Fundamental Perusahaan Terhadap Indeks Harga Saham

Pasar modal memiliki peranan yang penting dalam sebuah negara. Pasar modal berperan penting dalam pembentukan modal dan mempertahankan pertumbuhan ekonomi. Khan (2012) dalam Renny (2013) menyatakan bahwa pasar modal diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi dengan memberikan dorongan terhadap *domestic saving* dan meningkatkan kuantitas serta kualitas ekonomi. Pertumbuhan dan perkembangan pasar modal dalam suatu

negara banyak dipengaruhi oleh faktor makro suatu negara. Beberapa indikator ekonomi makro yang dipakai sebagai penilaian kinerja saham, yaitu tingkat inflasi, GDP, nilai tukar rupiah, dan jumlah uang beredar (M2). Indikator tersebut dipakai untuk mengetahui apakah sebuah negara sedang mengalami resesi atau tidak. Suardani (2009), Kumar dan Puja (2012) menemukan bahwa inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham. Inflasi di suatu negara meningkat, maka harga saham akan turun, begitu pula sebaliknya. Inflasi dalam suatu negara dipengaruhi oleh tingkat suku bunga dan nilai tukar mata uang asing. Suyanto (2007) menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh terhadap keputusan investasi. Pada saat tingkat suku bunga Bank tinggi maka kecenderungan masyarakat untuk menabung di Bank. Sedangkan pada saat tingkat suku bunga rendah, masyarakat cenderung akan menginvestasikan uangnya dalam berbagai instrumen investasi, salah satunya adalah saham. Sedangkan menurut Kewal (2012), nilai tukar berpengaruh negatif terhadap harga saham. Ketika rupiah mengalami depresiasi terhadap dollar Amerika, maka indeks harga saham akan mengalami penurunan. Terutama bagi negara tujuan impor, hal ini sangat riskan terjadi.

Pada saat krisis *subprime mortgage* yang terjadi di Amerika Serikat pada pertengahan tahun 2007 serta krisis Eropa akibat gagal bayar Yunani, menyebabkan IHSG mengalami penurunan seiring dengan tingkat inflasi pada tahun 2008 yang meningkat menjadi 11,08% dari tahun 2007 sebesar 6,59%. Kenaikan inflasi pada tahun 2008 membuat Bank Indonesia sebagai Bank Sentral yang mengontrol suplai jumlah uang beredar, meningkatkan *BI rate* untuk

mengendalikan inflasi. Pada tahun 2009-2011, inflasi cenderung mengalami penurunan sehingga *BI rate* stabil antara 6,5-6,75%. Penurunan inflasi di Indonesia, dipengaruhi oleh perbaikan ekonomi Amerika Serikat pasca krisis finansial. *The Fed* sebagai bank sentral Amerika, menerapkan kebijakan yang disebut dengan *quantitative easing*.

2.1.4 Resiko Investasi

Dalam melakukan investasi saham, tingkat keuntungan dan resiko investasi merupakan kedua hal yang selalu melekat dalam melakukan investasi. Resiko tersebut tidak dapat dihindari namun dapat diminimalisir. Jogyanto (2003: 130) mengemukakan bahwa risiko investasi pada dasarnya merupakan penyimpangan tingkat keuntungan yang diperoleh dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. Risiko saham secara umum dibedakan menjadi dua, yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat dihindari (faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan, seperti keadaan ekonomi dan politik), sedangkan risiko tidak sistematis adalah risiko investasi yang dapat dihindari melalui diversifikasi saham dengan membentuk portofolio optimal (Tandelilin, 2010: 104) dalam thesis Ratih Paramitasari (2011). Semakin besar tingkat *expected return* yang diharapkan, maka semakin besar pula resiko yang dihadapi oleh investor. Teori keuangan dan investasi yang diungkapkan oleh (Tuller:1994) menegaskan bahwa “*High Risk High Return*”, namun tidak semua investasi yang beresiko tinggi merupakan investasi dengan tingkat pengembalian

yang tinggi pula, dibutuhkan ketelitian investor untuk memegang portofolio investasinya dan melakukan penghindaran resiko tersebut.

Risiko sistematis tidak dapat didiversifikasi dan mengikuti pergerakan pasar yang juga disebut risiko pasar (*market risk*) dan tak terkendali oleh perusahaan. Risiko sistematis akan mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Pada tahun 2007-2008, saat Amerika mengalami krisis finansial, hal itu memberikan dampak yang mempengaruhi perekonomian dunia terutama negara tujuan ekspor, salah satunya Indonesia. Guncangan ekonomi tersebut memberikan pengaruh terhadap perekonomian secara keseluruhan, termasuk pasar saham. Demikian juga terjadi pada saat kebijakan QE diberlakukan, kebijakan ini mempengaruhi pasar ditunjukkan dengan peningkatan harga saham di pasar. Selain itu, sentimen negatif ditunjukkan pada saat isu pemberhentian kebijakan tersebut diberitakan dan diketahui oleh pelaku pasar. *Capital flight* yang terjadi di pasar saham membuat terjadinya penurunan harga yang signifikan terutama pada pasar saham *emerging market* yang sebagian besar dikuasai investor asing.

Resiko sistematis dibedakan dalam beberapa jenis resiko yaitu:

1. **Interest Rate Risk** adalah pergerakan sensitivitas perubahan harga saham berlawanan dengan perubahan tingkat suku bunga. Tingkat suku bunga naik (turun), harga saham akan turun (naik).
2. **Exchange Rate Risk** adalah ketidakpastian *return* dari investor yang mengakuisisi sekuritas dominan didalam mata uang yang berbeda. Kemungkinan memikul risiko menjadi lebih besar karena investor membeli dan menjual aset di seluruh dunia, dibandingkan dengan hanya

aset di negara mereka sendiri. Risiko yang terjadi didalam perusahaan dan saham berupa volatilitas tingkat mata uang asing.

3. **Country Risk** disebut juga **Political Risk** adalah hasil dari ketidakpastian yang disebabkan oleh kemungkinan suatu perubahan besar dalam lingkungan politik atau ekonomi suatu negara. Individu yang berinvestasi di negara-negara yang sistem politik ekonominya tidak stabil harus menambahkan premi risiko politik ketika mereka menentukan tingkat *return*. Risiko ini penting bagi investor, dengan lebih banyak investor investasi ke pasar internasional, baik langsung maupun tidak langsung stabilitas politik, ekonomi, dan kelangsungan hidup ekonomi suatu negara perlu dipertimbangkan. Negara berkembang memiliki tingkat resiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan negara maju yang fundamental ekonominya jauh lebih baik.

4. **Purchasing Power Risk atau Inflation Risk.** Faktor yang mempengaruhi daya beli sekuritas adalah inflasi yang disebut risiko inflasi. Ini adalah risiko yang berkaitan dengan risiko suku bunga, kenaikan suku bunga umumnya menyebabkan meningkatnya inflasi, karena tambahan permintaan pinjaman menambahkan premi inflasi dan sebagai pengurang kekuatan daya beli. Risiko ini meningkat karena variasi didalam nilai *cash flow* dari sekuritas menyebabkan inflasi.

Menurut laporan studi Bapepam-LK atau OJK (2011) secara umum, volatilitas di pasar keuangan menggambarkan tingkat risiko yang dihadapi pemodal karena mencerminkan fluktuasi pergerakan harga saham. Dalam

berbagai kasus, volatilitas di pasar keuangan dapat mengakibatkan dampak yang signifikan bagi perekonomian. Salah satunya adalah dampak dari volatilitas pasar keuangan di Amerika Serikat terhadap pasar keuangan di Indonesia.

2.1.5 Volatilitas

Volatilitas menurut Harry Suwanda (2011:134) merupakan suatu ukuran yang menyatakan seberapa besar harga suatu aset dalam jangka waktu tertentu. Semakin besar volatilitas harga suatu aset, semakin fluktuatif harga aset tersebut. Sedangkan menurut Firmansyah (2006) dalam laporan studi Bapepam LK (2011), volatilitas merupakan pengukuran statistik untuk fluktuasi harga suatu sekuritas atau komoditas selama periode tertentu. Semakin tinggi tingkat volatilitas, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian dari *return* saham yang dapat diperoleh. Berbagai faktor penyebab volatilitas telah dikemukakan (Schwert, 1989) dalam Anton (2006), salah satu diantaranya adalah kejadian luar biasa (*shock*).

Volatilitas pasar terjadi akibat masuknya informasi baru ke dalam pasar/bursa. Akibatnya para pelaku pasar melakukan penilaian kembali terhadap aset yang mereka perdagangan. Pada pasar yang efisien, tingkat harga akan melakukan penyesuaian dengan cepat sehingga harga yang terbentuk mencerminkan informasi baru tersebut. Proses perubahan harga tersebutlah yang dinamakan volatilitas. Volatilitas pasar saham di pasar negara-negara berkembang (*emerging market*) umumnya jauh lebih tinggi daripada pasar negara-negara maju diungkapkan oleh Bekaert dan Harvey, (1997); Wang, (2007) dalam laporan studi Bapepam-LK.

2.1.5.1 Faktor-Faktor Penyebab Volatilitas

Penelitian yang dilakukan oleh Dvorak (2001) dalam laporan studi Bapepam-LK (2011) menyatakan bahwa aktifitas perdagangan oleh pemodal Amerika Serikat berpengaruh positif terhadap volatilitas pasar negara berkembang. Penelitian Dvorak tersebut didukung oleh Wang (2007) yang menyebutkan bahwa untuk kasus pergerakan pasar di Indonesia, terdapat hubungan positif yang kuat antara aktifitas pemodal asing dengan volatilitas pergerakan harga saham. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi volatilitas, utamanya volatilitas harga saham, yaitu:

1. Faktor sektor riil

Salah satu faktor yang menentukan volatilitas asset finansial yaitu stabilitas ekonomi makro, termasuk sektor riil. Volatilitas berhubungan erat dengan siklus bisnis dan ekonomi. Ekonomi mainstream dalam Laporan studi Bapepam-LK mengenai “Hubungan Dinamis Antara Aliran Modal Asing, Perubahan Nilai Tukar dan Pergerakan IHSG di Pasar Modal menyatakan bahwa arus modal asing membawa manfaat terhadap sektor riil ekonomi melalui tiga cara. Pertama arus modal asing melalui portofolio investasi dapat menyediakan *non-debt creating* investasi asing bagi negara sedang berkembang yang mengalami kelangkaan modal. Dengan adanya arus modal asing dapat menambah tabungan domestik untuk meningkatkan investasi. Kedua, bahwa kenaikan arus modal asing akan meningkatkan alokasi modal menjadi lebih efisien bagi suatu negara. Menurut pandangan *mainstream* ini,

salah satu manfaat masuknya arus modal asing adalah mendorong kenaikan harga saham atau efek, sedangkan akibat dari keluarnya modal asing dari suatu negara dapat menurunkan harga saham, terutama jika hal itu dilakukan serentak atau berbondong-bondong.

2. Faktor sektor keuangan

Faktor-faktor yang berkembang di sektor keuangan juga dapat berpengaruh terhadap volatilitas *return* saham. Berbagai studi menemukan pengaruh signifikan volume perdagangan terhadap volatilitas *return* saham, seperti Schwert (1989) dalam Bapepam-LK (2011).

3. Kejadian luar biasa

Volatilitas *return* saham juga dapat terjadi menyusul kejadian-kejadian luar biasa (*shock*) yang berimbas pada pasar finansial. Faktor ini lebih banyak memberikan dampak negatif pada pasar. Contohnya, pada saat krisis finansial Amerika yang mempengaruhi hampir semua pasar saham baik negara berkembang bahkan negara maju. Penurunan harga saham secara signifikan, merupakan dampak yang harus dihadapi investor pada saat krisis. Kebijakan *tapering off* atas kebijakan *quantitative easing*, juga merupakan kejadian luar biasa yang berdampak negatif pada pasar saham domestik apalagi jika pasar saham dalam suatu negara banyak didominasi oleh asing.

4. Kebijakan moneter

Bapepam-LK (2011) menyatakan bahwa kebijakan moneter, dengan berbagai dampak langsung maupun tidak langsung yang

ditimbulkannya, juga berpengaruh signifikan terhadap volatilitas return saham. Bank sentral di banyak negara menetapkan tingkat suku bunga jangka pendek, yang perubahannya dapat berdampak terhadap *yield curve*. Hal ini merupakan contoh dampak langsung dari kebijakan moneter. Bank sentral juga dapat melakukan operasi pasar tertentu dengan tujuan mengendalikan jumlah uang yang beredar. Hal ini menimbulkan dampak tidak langsung dari kebijakan moneter, misalnya inflasi dan nilai tukar mata uang asing. Kebijakan moneter Amerika Serikat yang dikenal dengan nama *quantitative easing* mempengaruhi volatilitas return saham secara positif, dikarenakan adanya kenaikan aliran dana yang masuk ke dalam setiap pasar modal di beberapa negara salah satunya Indonesia.

Selain faktor-faktor di atas, volatilitas *return* saham di Indonesia juga dipengaruhi oleh banyaknya nilai transaksi asing yang ada di Indonesia. Penelitian Richard (2005) dalam Bapepam-LK (2011) menunjukkan bahwa transaksi penjualan oleh asing menyebabkan penurunan *return* saham yang signifikan di *emerging market*, sehingga berdampak lebih besar terhadap volatilitas dibandingkan transaksi pembelian oleh asing.

2.1.5.2 Pengukuran Volatilitas

Model-model volatilitas yang biasa digunakan, menurut Philip Best (1999) dalam tesis Puguh Agung Nugroho (2010) adalah :

- a. *Standard Deviation* atau simpangan baku

- b. *Simple Moving Average*
- c. *Exponential Weighted Moving Average*
- d. *Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (ARCH) dan Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH).*

Metode yang umum dipakai dalam pengukuran volatilitas adalah metode ARCH dan GARCH. Suatu keterbatasan dari spesifikasi model ARCH dan GARCH adalah *shock* atas volatilitas simetris. Seringkali efek asimetris terjadi, yaitu ketika efek terhadap volatilitas berbeda antara kasus *good news* dan *bad news* terjadi. Pada saat *shock* memiliki dampak *exponential asymmetric* pada volatilitas, persamaan untuk *conditional variance* harus dilakukan dengan bentuk lain. Model yang dikembangkan untuk mengestimasi efek dari asimetri ini adalah model *Threshold ARCH (TARCH)*.

Volatilitas perubahan-perubahan harga log suatu model finansial merupakan proses *stochastic* yang tergantung pada waktu. Pendekatan untuk menggambarkan proses-proses *stochastic* yang ditandai oleh *varian time-dependence* (volatilitas), yaitu proses-proses ARCH yang diperkenalkan oleh Engle pada tahun 1982. Model-model ARCH telah diterapkan di beberapa area ekonomi yang berbeda. Misalnya, inflasi *mean* dan varian di Inggris, *return* saham, suku bunga, dan nilai valuta asing. Suatu proses *stochastic* dengan *autoregressive conditional heteroskedascity*, yakni suatu proses *stochastic* dengan varian-varian kondisional masa lampau yang tidak konstan namun varian-varian nonkondisionalnya konstan (Mantegna, 2002) adalah suatu proses ARCH(m) yang didefinisikan oleh persamaan:

$$\alpha_t = \sigma_t \varepsilon_t, \sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \alpha_{t-1}^2 + \dots + \alpha_m \alpha_{t-m}^2$$

Seringkali pada model ARCH dibutuhkan banyak parameter dalam menggambarkan *return* sebuah asset sehingga pada tahun 1986, Bollerslev memperkenalkan model GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*). Model GARCH yang paling sederhana yang sering digunakan adalah GARCH (1,1), yang diformulasikan sebagai berikut:

$$\gamma_t = I_t \gamma^+ + \varepsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2$$

Model Threshold AutoRegressive Conditional Heterocedastic (TARCH) dikembangkan secara terpisah oleh Zakoian pada tahun 1990, lalu pada tahun 1993 oleh Glosten, Jaganathan dan Rukle. Model ini merupakan pengembangan dari model ARCH dan GARCH. Kelebihan dari model TARCH yaitu model ini mampu mengatasi varian yang tidak konstan. Selain itu, model ini juga bisa diterapkan untuk mengatasi adanya pengaruh asimetrik pada data yaitu data yang memiliki *nilai cross correlation* antara residual kuadrat dan *lag* signifikan. Sedangkan metode ARCH/GARCH tidak bisa diterapkan untuk data asimetrik.

Secara umum, model TARCH dapat ditulis sebagai berikut:
(sfb649.wiwi.huberlin.de/fedc_homepage/xplore/tutorials/sfehtmlnode67.html)

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \alpha_i^- \varepsilon_{t-i}^2 I(\varepsilon_{t-i} < 0)$$

Keterangan:

$$\varepsilon_{t-1} = 1 \text{ jika } < 0$$

$$\varepsilon_{t-1} = 0 \text{ jika } \geq 0$$

2.1.6 *Quantitative Easing*

Quantitative Easing atau dalam bahasa Indonesia disebut pelonggaran kuantitatif (QE) pada dasarnya adalah kebijakan moneter pemerintah yang digunakan untuk meningkatkan jumlah uang beredar dengan membeli surat berharga pemerintah atau surat berharga lainnya dari pasar. Bank-bank sentral cenderung menggunakan pelonggaran kuantitatif ketika suku bunga sudah pernah diturunkan mendekati level 0% dan telah gagal untuk menghasilkan efek yang diinginkan. QE meningkatkan uang beredar dengan membanjiri lembaga keuangan dengan modal, dalam upaya untuk mendorong peningkatan pinjaman dan likuiditas. Asumsi yang digunakan adalah bahwa dengan membuat masyarakat lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman, suku bunga akan turun, masyarakat akan meminjam, dan bisnis akan meningkat kembali. Secara teoritis, peningkatan belanja dari peningkatan konsumsi masyarakat tersebut, yang meningkatkan permintaan untuk barang dan jasa, diharapkan mampu menumbuhkan penciptaan lapangan kerja dan, pada akhirnya menciptakan vitalitas ekonomi. Anusha Magavi (2012) menyatakan sebaliknya bahwa *quantitative easing* dianggap gagal dalam mengurangi tingkat pengangguran di Amerika Serikat.

Di Amerika Serikat (AS), *The Federal Reserve* sebagai lembaga yang mengontrol suplai uang di Amerika Serikat, telah memulai QE yang pertama pada bulan Maret 2009 sampai dengan Maret 2010 kemudian pada November 2010 sampai pertengahan tahun 2011, kebijakan QE 2 dikeluarkan oleh *Federal Reserve*. Hingga tahun 2013, *The Fed* telah mengeluarkan kebijakan *quantitative easing* sebanyak 3 kali. Selama pelaksanaan QE 3, *The Federal Reserve* menggunakan QE untuk membeli *Treasury Bonds* dan Obligasi Korporasi AS untuk memulihkan ekonomi AS. QE di Amerika Serikat bisa mengurangi kepanikan pasar dan tetap menjaga tingkat bunga lebih rendah. Tujuan dari *quantitative easing* diperkirakan akan memicu lebih banyak konsumsi masyarakat dan perusahaan sehingga dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat. Selain itu, dengan membeli obligasi treasuri Amerika Serikat dan obligasi korporasi, harga obligasi akan meningkat dan *yield* akan menurun, konsekuensi yang didapatkan yaitu mengurangi hutang dari sektor korporasi AS.

Pelaksanaan QE 3 memiliki keuntungan dan memiliki efek samping, Efek samping yang ditimbulkan QE 3 berdampak global. Menurut Ignatius Denny (2013) kebijakan QE ini menciptakan kelebihan likuiditas yang tidak dapat sepenuhnya diserap oleh sektor riil AS. Hal ini dikarenakan pertumbuhan jumlah uang beredar yang lebih cepat dari pertumbuhan ekonomi. QE mengakibatkan harga obligasi AS menjadi mahal dan tingkat bunga deposito rendah, investor dipaksa untuk mengalokasikan dananya dari pasar obligasi AS ke obligasi surat berharga di negara lain, di mana harga obligasi lebih murah, termasuk obligasi pemerintah di Indonesia. Investor juga mengalokasikan dana yang menganggur

tersebut ke pasar saham Amerika Serikat dan negara-negara lain, yang suku bunga dan pertumbuhan ekonomi relatif lebih tinggi. Realokasi ini mendorong kinerja indeks saham. Pada saat indeks harga saham Amerika Serikat mengalami pertumbuhan, hal ini memicu adanya efek pengaruh bagi negara-negara lain terutama negara-negara *emerging market* termasuk Indonesia. Efek pengaruh dari sebuah negara terhadap negara lain dijelaskan oleh sebuah teori yaitu teori efek penularan atau *contagion effect theory*.

Secara keseluruhan pelaksanaan QE Amerika Serikat memberikan pengaruh positif dan negatif bagi negara *emerging market*. QE memberikan pengaruh positif terhadap indeks harga saham. Di tengah tekanan krisis global yang menimpa negara di Eropa dan Amerika Serikat, maka *emerging market* (negara berkembang) termasuk Indonesia menjadi salah pilihan investasi global. Selain QE dapat mempengaruhi pasar keuangan dan pasar modal secara positif, QE juga dapat memberikan pengaruh negatif. Pengaruh negatif QE ditunjukkan dengan adanya reaksi pasar berlebihan terhadap keputusan *tapering off*. Pasar cenderung merespon negatif berita mengenai keputusan tersebut. Pasar saham negara berkembang terkena imbas *capital flight* dari dana asing yang ada di Bursa. Menurut laporan OJK (2013), berita mengenai kemungkinan pelaksanaan *tapering* di AS mendominasi perkembangan pasar keuangan baik global maupun regional selama triwulan III-2013, mengakibatkan terjadinya guncangan di pasar keuangan. *Net outflows* terjadi di hampir seluruh bursa di dunia, baik di pasar saham maupun obligasi. Hal yang terlihat nyata adalah depresiasi mata uang yang sangat dalam serta anjloknya harga saham dan harga surat hutang. Negara-negara

yang tergolong dalam *emerging markets*, seperti Brazil, India, Turki dan Indonesia, menerima imbas negatif terbesar dari aliran keluar modal ini. Di sektor pasar modal Indonesia, pelepasan saham oleh *nonresiden* yang cukup besar berimbas pada penurunan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang cukup tajam. Pada akhir September 2013, IHSG ditutup pada posisi 4.316,18 atau turun cukup tajam sebesar 10,43% dari posisi akhir triwulan II, begitu juga dengan nilai kapitalisasi pasar, rata-rata nilai dan frekuensi perdagangan saham juga mengalami penurunan. Kondisi ini juga berdampak pada nilai produk investasi, total Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksa Dana mengalami penurunan 5,12% akibat dari penurunan nilai portofolio saham dan obligasi negara. Pelepasan saham oleh investor nonresiden yang dimulai sejak akhir triwulan II masih berlanjut. Sepanjang triwulan III jumlah pelepasan saham oleh nonresiden sebesar Rp 8,5 triliun. Secara ytd, IHSG menurun 0,01 yaitu dari 4316,69 pada penutupan triwulan IV 2012 menjadi 4316,18 pada akhir triwulan laporan. Penurunan ini cukup tajam dibandingkan akhir triwulan II dimana IHSG tumbuh sebesar 11,63% (ytd) dan merupakan indeks dengan imbal hasil tertinggi setelah bursa Jepang, Dow Jones dan Nasdaq. Nilai kapitalisasi pasar saham triwulan III juga menurun sebesar 10% dibandingkan triwulan II, menjadi Rp4.251,37 triliun. Rata-rata nilai perdagangan saham per hari selama triwulan III menurun menjadi Rp5,9 triliun, demikian pula dengan frekuensi perdagangan yang turun menjadi 156 ribu kali transaksi per hari. Selain itu, pasar hutang juga berfluktuasi. Sepanjang triwulan III walaupun tercatat *net buy* oleh investor asing untuk SBN tercatat sebesar Rp11,180 triliun, namun indikator harga obligasi pemerintah menunjukkan

penurunan. Indeks acuan harga obligasi pemerintah (IDMA) terus menunjukkan penurunan, dari sebelumnya 104,7 pada akhir Juni 2013 menjadi 96,64 di akhir September 2013 atau turun sebesar 7,7%. Peningkatan persepsi risiko investor juga tercermin dari peningkatan *yield* obligasi. Peningkatan *yield* tertinggi terjadi pada jangka menengah (5-7 tahun) sebesar 139,7 bps, sementara peningkatan *yield* terendah terjadi pada jangka pendek (1-4 tahun) sebesar 108,2 bps. Kecenderungan peningkatan *yield* obligasi selama triwulan III 2013 juga diikuti dengan penurunan volume, nilai dan frekuensi.

2.1.6.1 Quantitative Easing I

Pada 25 November 2008, *Federal Reserve* mengumumkan bahwa ia akan membeli *mortgage-backed securities* (MBS) dan hutang hingga \$600 miliar. Pada tanggal 1 Desember, Bernanke menjelaskan mengenai rincian kebijakan tersebut dalam pidatonya. Bernanke menjelaskan bahwa kredit memainkan peran penting dalam melaksanakan kegiatan produksi hampir di semua kegiatan ekonomi. Rincian dari kredit pasar yang diikuti kejatuhan *Lehman Brothers* jika dibiarkan dapat mengakibatkan kontraksi sangat signifikan dalam kegiatan ekonomi. Pembuat kebijakan di Kongres, Departemen Keuangan, *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* dan *Federal Reserve* menyadari adanya implikasi mengerikan bahwa kurangnya akses ke kredit akan berdampak pada perekonomian. FDIC dan *The Fed* sangat aktif dalam merumuskan kebijakan yang bertujuan untuk mengurangi tekanan di pasar kredit untuk memastikan bahwa perekonomian terus berfungsi. Bernanke menggunakan data aliran dana *Federal Reserve* untuk empat jenis kredit utama, yaitu kredit perumahan hipotek, kredit

konsumen, pinjaman *real estate* komersial, dan pinjaman komersial dan industri untuk membandingkan agregat kredit dalam siklus sebelum resesi dan periode krisis kredit saat ini.

Kebijakan fiskal dan kebijakan moneter, serta kebijakan-kebijakan yang berkaitan dengan jaminan pemerintah dan jaring pengaman, seperti asuransi deposito, telah digunakan oleh *The Fed* untuk memperbaiki kondisi di sektor keuangan. Selain kebijakan moneter tradisional, *The Fed* juga mengeluarkan kebijakan pelonggaran kuantitatif atau *quantitative easing* (QE). QE dapat dianggap sebagai perluasan neraca bank sentral dengan perubahan yang tidak disengaja dalam komposisi. Ketika pasar kredit cukup disfungsi, menjadi kurang memungkinkan bahwa pinjaman baru dan pembelian efek tambahan akan menghasilkan meningkatnya saldo *reserve* bank. Sebaliknya, pengurangan kredit berfokus pada pinjaman jangka panjang dan menengah, serta efek yang dipegang oleh bank sentral sebagai aset pada neraca. Tujuan utamanya adalah peningkatan kondisi kredit yang dihadapi oleh rumah tangga dan bisnis. Dalam hal ini, *Federal Reserve* berfokus pada meningkatkan fungsi di pasar kredit yang sangat terganggu dan yang merupakan sumber utama pendanaan untuk perusahaan-perusahaan keuangan, *nonfinancial* perusahaan dan rumah tangga. Berdasarkan alasan dan tujuan yang diungkapkan *The Fed* tersebut maka pada tanggal 16 Desember 2008, program ini secara resmi diluncurkan oleh *Federal Open Market Committee* (FOMC) dan pada 18 Maret 2009, FOMC mengumumkan bahwa program akan diperluas dengan tambahan \$750 miliar untuk pembelian MBS dan utang, serta \$300 miliar dalam pembelian sekuritas.

2.1.6.2 *Quantitative Easing II*

Pada tanggal 3 November 2010, *The Fed* mengumumkan bahwa akan membeli MBS dan hutang sebesar \$600 miliar lagi. Dengan rincian \$75 miliar per bulan. Program ini dikenal sebagai "QE2". QE II berakhir pada bulan Juni 2011. Program QE tampaknya memiliki efek yang seperti yang diharapkan. Hasil hipotek relatif turun sejak November 2008. *Treasury yield* telah menurun sekitar 1-1/4 persen sejak program pembelian MBS pertama kali diumumkan.

2.1.6.3 *Quantitative Easing III*

Pada tanggal 21 September 2011, FOMC mengumumkan pelaksanaan QE III dengan rencana untuk membeli \$400 miliar obligasi dengan jatuh tempo 6 sampai 30 tahun dan untuk menjual obligasi dengan jatuh tempo kurang dari 3 tahun, sehingga memperpanjang jatuh tempo rata-rata portofolio *The Fed*. Tindakan ini merupakan usaha untuk melakukan pelonggaran kuantitatif (QE), tanpa mencetak lebih banyak uang dan tanpa memperluas neraca *The Fed*. Kebijakan ini dimaksudkan untuk menghindari tekanan inflasi yang terkait dengan QE. Pengumuman ini membawa penghindaran risiko di pasar ekuitas dan memperkuat dolar AS. Selanjutnya, pada 20 Juni 2012 *Federal Open Market Committee* mengumumkan perpanjangan program *operation twist* dengan menambahkan tambahan \$267 miliar dan memperpanjang pelaksanaan sampai akhir tahun 2012.

Pada tanggal 13 September 2012, *Federal Reserve* mengumumkan putaran pelonggaran kuantitatif ketiga (QE3). Putaran baru pelonggaran kuantitatif disediakan untuk membeli \$40 miliar *mortgage-backed securities* per bulan

sampai pasar tenaga kerja meningkat "secara substansial". FOMC memutuskan untuk memperluas pelonggaran kuantitatif pada 12 Desember 2012. Program ini terus diotorisasi hingga \$40 miliar senilai *mortgage-backed securities* per bulan dan ditambahkan \$45 miliar senilai hutang jangka panjang.

Pelaksanaan QE III tidak berjalan mulus sesuai dengan yang diharapkan pemerintah Amerika. Rudiyanto (2013) mengatakan bahwa sampai tahun 1970an, Amerika Serikat adalah kreditur terbesar di dunia. Sejak akhir tahun 1990an Amerika Serikat merupakan debitur terbesar di dunia. Artinya, pemerintah AS berhutang lebih banyak uang daripada negara manapun di dunia. Penambahan hutang pemerintah tersebut pada akhirnya diselesaikan dengan menaikkan pajak dan mengendalikan pengeluaran namun, hanya dua pilihan yang dimiliki pemerintah AS yaitu, *default* (ketidaksanggupan memenuhi kewajiban) atau inflasi yang tinggi.

Hampir mustahil Amerika Serikat melunasi hutangnya dengan pajak yang lebih tinggi karena dapat menyebabkan *a second Great Depression* atau depresi besar yang kedua. Satu-satunya cara untuk mengatasi kelebihan hutang ini adalah melalui suatu devaluasi dolar AS yang hebat. Menurut *economists* Joshua Aizenman dan Nancy Marion dalam artikel Nico Omer menyatakan bahwa inflasi membantu mengurangi hutang pemerintah AS. *The Fed* (bank sentral AS) memutuskan untuk melanjutkan pelonggaran moneternya agar pemerintah AS tetap dapat membiayai defisitnya. *Quantitative easing* adalah pemecahan yang terbaik pada saat ini.

Pada waktu hutang pemerintah Amerika Serikat masih tinggi, terdapat perdebatan di pemerintahan AS. Perdebatan yang terjadi menyebabkan pemerintahan AS mengalami *government shutdown*. Beberapa faktor yang menyebabkan peristiwa ini diantaranya yaitu, pertama ditandai dengan perdebatan di kongres terkait *debt ceiling*. *Debt ceiling* adalah batas maksimum jumlah hutang Pemerintah Amerika Serikat, dimana batas maksimum tersebut ditentukan oleh kongres yaitu gabungan antara “The House” dan Senat, apabila jumlah hutang Pemerintah terus naik hingga mencapai batas maksimumnya, maka pihak kongres harus menaikkan batas tersebut (menaikkan *debt ceiling*), atau Pemerintah Amerika akan mengalami *default* (gagal bayar). Posisi hutang Pemerintah Amerika per Oktober 2013 adalah US\$ 16.7 trilyun. Hutang sebesar US\$ 16.7 trilyun tersebut mencerminkan jumlah mata uang US Dollar yang beredar di seluruh Amerika, dan juga seluruh dunia, pada saat ini. Uang tersebut tidak dicetak oleh Pemerintah Amerika sendiri, melainkan dicetak oleh *Federal Reserve/The Fed*. Secara teknis dapat dikatakan bahwa uang sebesar US\$ 16.7 trilyun tersebut adalah Hutang Amerika terhadap bank sentralnya sendiri. Kemudian, anggaran belanja Pemerintah Amerika, setiap tahunnya dibiayai oleh dua hal, yakni pajak yang ditarik dari warganya dan ‘hutang’. Hal ini diilustrasikan, apabila anggaran belanja Pemerintah pada satu tahun tertentu adalah US\$ 1 trilyun, sementara penerimaan pajak untuk tahun yang sama adalah juga US\$ 1 trilyun, maka Amerika tidak perlu berhutang. Ketika dalam satu tahun tertentu anggaran belanja pemerintah lebih besar dari penerimaan pajaknya, maka

pemerintah harus mengambil utang, dalam hal ini meminta *The Fed* untuk mencetak uang baru.

Kongres memegang wewenang penuh untuk menentukan batas maksimum (*debt ceiling*) jumlah utang yang boleh dimiliki Pemerintah Amerika. Setiap kali jumlah hutang pemerintah menyentuh batas *debt ceiling*-nya, sementara disisi lain anggaran belanja yang ada tidak bisa sepenuhnya dibiayai oleh pajak, maka pemerintah harus memohon kepada *The House* dan Senat, untuk mengajukan agar *debt ceiling* tersebut dinaikkan, sehingga mereka melalui *Department of Treasury* bisa meminta *The Fed* untuk mencetak uang baru. Kepala Pemerintahan dalam hal ini Presiden merupakan orang yang dipilih dari partai yang berseberangan dengan “*The House*” maka, hal ini akan menjadi sulit untuk melakukan lobi-lobi politik dan memang itulah yang terjadi pada masa Pemerintahan Obama. Obama yang berasal dari Partai Demokrat, secara otomatis berseberangan secara politik dengan pihak “*The House*”, yang dipimpin oleh Partai Republik. Perseteruan antara Obama dan “*The House*” pertama kali mencuat pada tahun 2011 lalu, dimana jumlah utang Amerika ketika itu sudah mencapai batas *debt ceiling*-nya, yakni US\$ 14.3 trilyun, tapi disisi lain Pemerintah sedang membutuhkan hutang karena anggaran belanja negara hanya 60% yang dibayai oleh pajak. Namun “*The House*” melakukan penundaan kenaikan *debt ceiling*. Pada saat “*The house*” menyetujui untuk menaikkan *debt ceiling* dari US\$16,4 triliyun menjadi US\$16,7 trilyun yang artinya mengalami kenaikan 300 milyar, namun Presiden Obama menginginkan kenaikan kembali *debt ceiling*, dikarenakan jumlah tersebut dirasa masih kecil. “*The House*” memberikan beberapa opsi yang harus dipenuhi yaitu:

1. *Debt ceiling* akan dinaikkan dalam jangka panjang, dalam artian Pemerintah Amerika boleh mengambil hutang dalam jumlah berapapun hingga masa jabatan Obama berakhir namun, syaratnya adalah proyek pemerintah terkait jaminan sosial dan jaminan kesehatan (*medicare* dan *medicaid*) harus diprivatisasi, atau diserahkan kepada pihak swasta.
2. *Debt ceiling* akan dinaikkan dalam jangka menengah, yakni Pemerintah Amerika boleh mengambil hutang hingga tahun 2015. Syaratnya adalah Pemerintah harus memotong subsidi makanan, menekan inflasi, mereformasi perpajakan, dan membatasi pemberian jaminan kesehatan bagi masyarakat.
3. *Debt ceiling* akan dinaikkan dalam jangka pendek, yakni hingga pertengahan tahun 2014. Syaratnya adalah Pemerintah harus mengurangi pengeluaran negara untuk jaminan sosial, menaikkan batas usia pensiun, dan menghapuskan subsidi pertanian.

Obama tetap bertahan pada pendiriannya, sementara “*The House*” masih mempertahankan syarat-syarat diatas. Akhirnya pada tanggal 1 Oktober 2013, setelah *Department of Treasury* sudah hampir kehabisan uang karena mereka belum bisa mengajukan hutang baru, Obama memutuskan untuk ‘*shutdown*’.

Faktor yang kedua dilatarbelakangi oleh adanya pro-kontra undang-undang jaminan kesehatan Obama, atau biasa disebut *Obamacare*. DPR yang dikuasai oleh partai oposisi ingin menjegal penerapan *Obamacare*. Pada akhir September 2014 DPR AS mencabut pendanaan *Obamacare* dari RAPBN 2013-

2014. Pada saat keputusan tersebut masuk ke Senat untuk divoting, RAPBN tersebut ditolak mentah-mentah. Berbeda dengan DPR yang dikuasai partai Republikan yang merupakan partai oposisi, maka Senat dikuasai oleh Partai Demokratik yang merupakan benteng pertahanan kebijakan Obama.

Pada bulan Oktober 2014, Senat menyusun RAPBN baru yang mempertahankan *Obamacare* dan mengirimnya ke DPR. Proses legislasi di Senat juga berlangsung alot. Senator Republikan Ted Cruz berpidato 18 jam non-stop untuk menunda proses voting, Ketika RAPBN baru yang dibuat Senat masuk DPR, para wakil rakyat dari Partai Republikan memodifikasi RAPBN dengan menunda pelaksanaan *Obamacare* untuk satu tahun kemudian RAPBN tersebut masuk lagi di Senat pada hari Senin, 30 September. Para senator Demokrat kembali mempertahankan *Obamacare*. Pada sore harinya, DPR menyetujui RAPBN yang kembali menjegal *Obamacare*. Pukul 9 malam, Senat mempertahankan *Obamacare* untuk ketiga kalinya. Hingga pukul 12 tidak terjadi kesepakatan antara pemerintah dan DPR, dan terjadilah *government shutdown*.

Terdapat banyak alasan mengapa partai Republikan tidak menyetujui *Obamacare*. Konsep jaminan kesehatan universal adalah hal yang masih asing di Amerika Serikat. Pertama, memelihara kesejahteraan bersama bukanlah tujuan utama UUD negeri Paman Sam. Kedua, Partai Republikan, terutama fraksi *tea party*, secara ideologis memang menentang konsep negara yang terlalu terlibat menjamin kesejahteraan umum. Mereka khawatir *Obamacare* akan membebani APBN AS yang kini hutangnya mencapai 75% dari PDB. Hutang sebesar 16,7

trilyun dollar AS dinilai tak memadai untuk menyokong operasional pemerintahan. Ketiga, seperti yang dikatakan Paul Krugman, fraksi *tea party* khawatir bahwa jika *Obamacare* berjalan, rakyat akan menyukainya, sehingga lebih susah untuk dibatalkan.

Dampak dari *government shutdown* ini diantaranya yaitu, Departemen Kehakiman menunda sidang sejumlah kasus dan Departemen Perumahan tidak bisa mendanai voucher perumahan masyarakat miskin. NASA, pelayanan paspor, taman nasional, dan museum Smithsonian tutup. Goldman Sach's dalam artikel Teguh Hidayat memperkirakan bahwa PDB Amerika akan turun 0.9% karena *shutdown* ini, dan pertumbuhan ekonomi Amerika, menurut koran *Los Angeles Times*, akan tertekan menjadi 1.2–1.3%, dari 1.6% pada saat ini. (Rudiyanto:2013)

Terdapat beberapa kejadian dalam pelaksanaan QE 3 yang membuat Bursa Saham tidak berjalan dan memberikan pengaruh negatif terhadap beberapa Bursa di Negara lain, namun secara keseluruhan kebijakan QE memiliki arah dan tujuan diantaranya:

1. Target tindakan ditujukan untuk lembaga-lembaga penting secara sistemik yang spesifik. Tindakan-tindakan yang ditargetkan untuk mencegah kegagalan atau substansial melemahnya lembaga penting secara sistemik tertentu termasuk transaksi Lane, gadis pertama pada bulan Maret 2008, yang memperluas dukungan untuk memfasilitasi penggabungan Bear Stearns dan JPMorgan Chase. Ini juga mencakup pinjaman dan fasilitas pendukung *American International Group*

(AIG). Tindakan ini didorong oleh keprihatinan bahwa kegagalan sebuah perusahaan besar, kompleks, dan saling berhubungan akan memaksakan kerugian yang signifikan pada kreditur, termasuk perusahaan-perusahaan keuangan lainnya, dan menghambat aliran kredit untuk rumah tangga dan bisnis.

2. Likuiditas program ditujukan untuk lembaga keuangan. Sejak awal krisis, *Federal Reserve* juga telah mengubah fasilitas yang ada dan menerapkan sejumlah kebijakan yang baru dalam memberikan bantuan likuiditas kepada lembaga keuangan.
3. Pinjaman ditujukan untuk mendukung pasar keuangan utama. Kebijakan-kebijakan yang mengurangi kredit juga telah ditargetkan meningkatkan kondisi di pasar keuangan. Istilah lelang pinjaman fasilitas (TALF) diciptakan sebagai upaya bersama *Federal Reserve* dan keuangan untuk mendukung aktivitas ekonomi oleh kredit membuat lebih mudah tersedia untuk konsumen dan bisnis. Fasilitas menyediakan pinjaman dengan jatuh tempo hingga lima tahun.
4. Pembelian aset-aset berkualitas tinggi. Kebijakan-kebijakan yang mengurangi kredit juga telah dilaksanakan melalui pembelian aset-aset berkualitas tinggi yang bertujuan untuk meningkatkan pinjaman hipotek pasar perumahan serta keseluruhan kondisi di pasar kredit pribadi. Pada November 2008, *Federal Reserve* mengumumkan rencana pembelian total hingga \$1,25 triliun badan MBS dan sampai dengan \$200 miliar badan utang pada akhir tahun, dan pada bulan

Maret 2009, *Federal Reserve* mengumumkan bahwa itu mungkin juga membeli untuk \$300 miliar sekuritas.

Elizabeth A. Duke (2009) menyimpulkan bahwa berdasarkan penilaian data menunjukkan bahwa program-program pemerintah ini telah secara luas berhasil dalam menghilangkan tekanan utama kredit di pasar. Keberhasilan ini juga tercermin pada data agregat kredit, yang menunjukkan bahwa kebanyakan kategori rumah tangga dan pinjaman *nonfinancial*-perusahaan pada saat resesi hampir tidak ada dan relatif lemah pasca resesi.

The Fed tak ingin terus menerus melakukan pembelian obligasi, maka dalam pelaksanaan kebijakan QE 3, bank sentral AS ingin mengurangi stimulus berupa pembelian obligasi itu secara bertahap. Proses pengurangan dengan pembelian obligasi secara bertahap itulah yang kemudian dikenal dengan *tapering off*. Perubahan yang dilakukan *The Fed*, bisa mengundang respons pasar, tak hanya di AS tetapi juga bagi pasar di seluruh dunia. Dampak negatif dari keputusan ini menyebabkan pelemahan IHSG hampir 20% dan yang terus diwaspadai oleh negara berkembang bukan hanya kebijakan *tapering off* ini melainkan langkah lanjutan pengurangan stimulus yang lebih besar.

2.1.7 Contagion Effect Theory (Teori Efek Penularan)

Barry, Rose & Wyplosz (1996) dalam Mario (2013) mengungkapkan bahwa terdapat dua penafsiran utama mengenai *contagion effect*, yang pertama berasal dari interdependensi adanya saling ketergantungan antar ekonomi pasar seperti kesamaan makro ekonomi, hubungan dagang dan pinjaman dari bank.

Menurut World Bank (2001), terdapat beberapa tingkatan definisi mengenai *contagion*, yaitu:

1. *Broad Definition*

Contagion merupakan cross-country transmission of shocks atau *general cross-country spillover effects*. *Contagion* dapat terjadi pada “good times” dan “bad times” dan tidak selalu berkaitan dengan krisis. Tetapi, *contagion* banyak ditekankan pada masa krisis.

2. *Restrictive Definition*

Contagion merupakan transmisi dari sebuah *shock* ke negara lain atau *cross-country correlation* yang berada diluar hubungan fundamental antar negara dan diluar dari *shock* biasa.

3. *Very Restrictive Definition*

Contagion terjadi ketika korelasi dari *cross-country* meningkat ketika masa krisis dibandingkan dengan masa normal.

Peristiwa ekonomi yang terjadi di suatu negara, dapat memberikan pengaruh bagi negara lain namun, dampak atau pengaruhnya berbeda-beda tergantung pada kondisi ekonomi makro dalam sebuah negara, hubungan perdagangan, dan posisi negara tersebut. Menurut penelitian Mario (2013) menunjukkan bahwa teori ini berlaku jika terjadi kenaikan atau penurunan ekonomi yang signifikan, dan dimulai dari negara yang menganut sistem ekonomi terbuka serta sektor ekonomi yang cukup dominan di dunia atau minimal di

regionalnya, dampaknya akan menyebar ke negara berkembang dan negara terbelakang.

Contagion effect dapat dilihat pada saat pemerintah Amerika Serikat mengumumkan akan mengakhiri program *quantitative easing*, isu mengenai keputusan ini menghasilkan pengaruh terhadap negara-negara berkembang pada khususnya. Dampak dari keputusan tersebut, banyak investor asing yang menarik asetnya dari Indonesia, dan membuat indeks harga saham mengalami penurunan, penurunan harga saham juga disebabkan karena nilai tukar rupiah terhadap dollar juga mengalami penurunan. Perkembangan pasar modal dalam negeri juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro suatu negara, apabila kondisi ekonomi makro sedang memburuk maka indeks harga saham secara tidak langsung juga akan mengalami penurunan, didukung oleh fundamental ekonomi negara yang kurang kuat. Menurut Kim dan Sheen (2001) dalam penelitian Monica Weni Pratiwi, dkk mengenai “Pendekatan *Contagion Theory* Terhadap Krisis Dubai” mengatakan bahwa bahwa kredit bank serta perilaku investor melalui saluran *financial* merupakan sumber penting yang memicu krisis. Penafsiran yang kedua menekankan pada perilaku investor, jenis *contagion* ini berasal dari asimetri informasi, perilaku secara kolektif dan hilangnya kepercayaan tanpa memandang kinerja makro ekonomi suatu negara yang bersangkutan. Dikarenakan partisipan pasar berbagi akses pada informasi yang sama, maka satu atau sedikit informasi baru dapat memberikan sinyal yang memicu terjadinya perubahan ekspektasi dalam pasar.

Efek pengaruh dalam dunia pasar modal dapat disebabkan juga oleh adanya *comovement capital market*. Perkembangan globalisasi dalam perekonomian meningkatkan perhatian masyarakat utamanya investor dan pelaku industri terhadap *comovement* dikarenakan pergerakan dari dunia keuangan yang cepat sekarang ini, kondisi perdagangan dan perekonomian, ekspansi perdagangan, perubahan besar pada sistem dagang dan telekomunikasi, dan pembentukan blok dagang menyebabkan terjadinya hubungan dalam finansial dunia. Kondisi-kondisi tersebut merupakan pemicu semakin besarnya efek pengaruh/ efek penularan terhadap kondisi pasar modal suatu negara. Teori efek penularan dapat diuji menggunakan uji statistik. Metode yang umum digunakan adalah uji kausalitas Granger.

2.1.8 Uji Kausalitas Granger

Gujarati (2004) memaparkan bahwa metode ini digunakan untuk menguji hubungan antara suatu variabel secara searah atau simultan. Uji Kausalitas Granger memanfaatkan hubungan *time series* yang mengidentifikasi kausalitas sebagai mempengaruhi satu sama lain. Misalnya saja variabel X yang dikatakan mempengaruhi Y, jika variasi Y dapat dijelaskan dengan lebih baik menggunakan nilai masa lalu X dibandingkan jika tidak menggunakannya. Data yang dipakai dalam penelitian ini bersifat stasioner yang telah diuji sebelumnya dengan uji *Augmented Dickey Fuller* (ADF). Jika variabel tidak stasioner, maka uji dilakukan dengan perbedaan yang pertama atau lebih tinggi.

2.2 Penelitian Terdahulu

2.2.1 *Quantitative Easing The FED* Menjadi Sentimen Penggerak Indeks Harga Saham Gabungan atau Jakarta *Composite Index*. Penelitian Arif Nugroho (2013)

“Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa pasar bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman *quantitative easing* sebagai kebijakan yang diambil *The Fed* untuk melakukan pemulihan ekonomi AS. Dengan kata lain bahwa *quantitative easing* memuat kandungan informasi yang bermakna (*good news*) bagi investor.”

Penelitian ini menggunakan data pada tanggal 31 Desember 2008 sampai dengan 15 Maret 2013. Penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh reaksi pasar saham Indonesia yang diwakili dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) terhadap pengumuman *quantitative easing*.

Metode penelitian yang digunakan adalah dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel adalah nilai indeks IHSG pada sekitar tanggal pelaksanaan peristiwa QE1 sampai QE3, yaitu 1 bulan sebelum tanggal pengumuman, 1 hari saat pengumuman, 1 hari saat pengumuman berakhirnya program, dan 3 bulan setelah tanggal pengumuman berakhirnya program.

Hasil yang didapatkan dari penelitian ini adalah pasar bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman *quantitative easing* sebagai kebijakan yang diambil *The Fed* untuk melakukan pemulihan ekonomi AS. Dengan kata lain

bahwa *quantitative easing* memuat kandungan informasi (*information content*) yang bermakna (*good news*) bagi investor. Saran untuk penelitian selanjutnya yaitu data lebih baik menggunakan indeks LQ45 sebagai indikator pengukur *quantitative easing*.

2.2.2 The Response of Interest Rates to U.S. and U.K. Quantitative Easing.

Penelitian Jens H.E Christensen dan Glenn D. Rudebusch (2012)

“*Quantitative easing* Amerika Serikat lebih dikarenakan *The FED* tidak mampu menurunkan suku bunga di bawah nol sehingga QE dipandang sebagai kebijakan untuk mengatasi krisis dengan melakukan pembelian aset. Sedangkan di Negara Inggris pengumuman QE tampaknya telah sepenuhnya didorong oleh penurunan premi jangka panjang. Langkah QE di Inggris dilakukan dalam jangka pendek yaitu kurang dari 3 bulan.”

Penelitian ini menganalisis penurunan *yield* obligasi yang terjadi di Inggris dengan Amerika Serikat setelah pengumuman *quantitative easing*. Dimana penurunan *yield* obligasi di Amerika Serikat utamanya direfleksikan dengan kebijakan membeli aset-aset obligasi. Sedangkan di Inggris penurunan *yield* obligasi lebih direfleksikan dengan pengurangan premi.

Penelitian ini menggunakan data yang dimulai pada 1 Desember 1987 sampai dengan 31 Desember 2010. Dengan menggunakan 8 kategori pengukuran yaitu 3 bulan, 6 bulan, 1 tahun, 2 tahun, 3 tahun, 5 tahun, 7 tahun dan 10 tahun. Metode penelitian yang digunakan adalah AFNS model.

2.2.3 Quantitative Easing- A Blessing or a Curse? Penelitian Anusha Magavi (2012)

“*Quantitative easing* dianggap gagal untuk mencapai tujuannya. Tindakan QE telah gagal untuk meyakinkan perusahaan dan rumah tangga untuk konsumsi, investasi dan mempekerjakan lebih banyak masyarakat. Setiap program QE yang baru akan memerlukan biaya lebih dari QE sebelumnya untuk menghasilkan efek yang sama”

Penelitian ini dimaksudkan untuk meneliti apakah langkah pemerintah Amerika Serikat sudah tepat atau belum dalam menerapkan *quantitative easing*. Peneliti mengukur beberapa variabel diantaranya adalah tingkat pengangguran dan GDP dimana pada saat pelaksanaan *quantitative easing*, tingkat pengangguran tidak menunjukkan perubahan yang signifikan, artinya tingkat pengangguran di AS masih tinggi.

Data yang dipakai sebagai penelitian adalah data Januari 2007 sampai Juli 2012. Peneliti membandingkan tahun dimana krisis finansial terjadi dan masa pasca krisis. Hasil yang dicapai dalam penelitian ini, yaitu *quantitative easing* dianggap gagal utamanya dalam hal pengurangan pengangguran di AS.

2.2.4 The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. Penelitian Khrisnmurthy (2011)

“We evaluate the effect of the Federal Reserve’s purchase of long-term Treasuries and other long-term bonds (“QE1” in 2008-2009 and

"QE2" in 2010-2011) on interest rates. Using an event-study methodology that exploits both daily and intra-day data, we find a large and significant drop in nominal interest rates on medium and long-term safe assets (Treasuries, Agency bonds, and highly-rated corporate bonds)."

Penelitian ini menemukan bahwa terjadi penurunan yang besar dan signifikan dalam tingkat bunga nominal pada aset jangka menengah dan jangka panjang seperti (saham treasuri, obligasi pemerintah, dan obligasi korporasi) akibat dari pembelian kembali saham treasuri dan obligasi jangka panjang. Penelitian ini memiliki 2 prediksi utama yaitu, QE menurunkan hasil pada semua aset nominal jangka panjang, termasuk obligasi, obligasi korporasi, dan hipotik dan efek sebanding dengan durasi obligasi, dengan efek yang lebih besar untuk durasi aset yang lebih lama. Peneliti juga mengungkapkan terjadi penurunan yang signifikan terhadap *return* obligasi jangka menengah.

Metode yang dipakai dalam penelitian yaitu *KVJ regression* untuk meneliti pengaruh dari pembelian sekuritas jangka panjang. KVJ difokuskan untuk meneliti pengaruh dari perubahan total penawaran *treasuries* dan *bonds yield*. Dalam mengevaluasi QE, peneliti merumuskan sebuah pertanyaan, bagaimana perubahan penawaran saham *treasury* jangka panjang akan berpengaruh terhadap *yields*.

2.2.5 Quantitative easing and Unconventional Monetary Policy-an Introduction. Penelitian Michael Joyce, David Miles, Andrew Scott and Dimitri Vayanos (2012).

“This article assesses the impact of Quantitative Easing and other unconventional monetary policies followed by central banks in the wake of the financial crisis that began in 2007. We consider the implications of theoretical models for the effectiveness of asset purchases and look at the evidence from a range of empirical studies. We also provide an overview of the contributions of the other articles in this Feature.”

Penelitian ini mengkaji dampak dari *quantitative easing* dan kebijakan moneter yang tidak konvensional lainnya diikuti oleh bank-bank sentral di tengah krisis keuangan yang dimulai pada tahun 2007. Hasilnya adalah bahwa kebijakan moneter konvensional terbukti tidak efektif. QE tidak mempengaruhi tarif pasar sesuai dengan yang diharapkan. Sementara itu bank sentral terus berkeyakinan bahwa ketika pemulihan terjadi, kebijakan moneter konvensional dan makroprudensial merupakan alat yang akan mencapai harga dan stabilitas keuangan, tantangannya adalah untuk membantu pemulihan ekonomi.

Salah satu kebijakan *unconventional* adalah pada saat *the Fed* menerapkan kebijakan yang dikenal sebagai “kredit pelonggaran” ketika mereka membeli *mortgage-backed securities*. Pembelian efek tersebut berarti bahwa *Fed* sekarang memegang lebih banyak aset. Pembelian aset ini juga menyediakan likuiditas ke pasar yang telah kering di tengah krisis keuangan dan membantu suku bunga KPR

yang lebih rendah secara langsung dan memberikan jalur kredit kebagian penting dari perekonomian. *The Federal Reserve* juga telah menerapkan *Operation Twist*. Dalam hal ini ukuran neraca bank sentral tidak terpengaruh tetapi bank sentral mencoba untuk mempengaruhi suku bunga non-standar. Dalam *Operation Twist*, *the Fed* menjual obligasi pemerintah jangka pendek dan menggunakan hasilnya untuk membeli obligasi jangka panjang. Karena penjualan dan pembelian adalah tersebut dengan jumlah yang sama, mendorong naik tingkat harga dan menurunkan suku bunga jangka panjang.

Tabel 2.1

Rekapitulasi Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Temuan
.			
1.	Nugroho, 2013	<i>Quantitative easing</i> , Indeks Harga Saham Gabungan	<i>Quantitative easing</i> memberikan pengaruh positif terhadap IHSG
2.	Christensen dan Rudebusch, 2012	<i>Quantitative easing</i> U.S dan <i>quantitative easing</i> U.K	Perbandingan antara kebijakan QE U.S dan QE U.K adalah QE U.S dipandang sebagai kebijakan untuk mengatasi krisis dengan melakukan pembelian aset. Sedangkan di negara Inggris pengumuman QE tampaknya telah sepenuhnya didorong oleh penurunan premi jangka panjang.

3.	Magavi, 2012	<i>Quantitative easing</i> Amerika, GDP Amerika dan tingkat pengangguran	QE dianggap gagal dalam mengatasi pengangguran di AS. Tingkat pengangguran tidak menunjukkan perubahan yang signifikan, artinya tingkat pengangguran di AS masih tinggi.
4.	Khrisnmurthy, 2011	Saham Treasuri, obligasi, tingkat bunga, QE1 dan QE2 AS	Akibat dari pembelian kembali saham treasuri dan obligasi jangka panjang, maka terjadi penurunan yang besar dan signifikan dalam tingkat bunga nominal pada aset jangka menengah dan jangka panjang seperti (saham treasuries, obligasi pemerintah, dan obligasi korporasi).
5.	Joyce,dkk.,2012	<i>Quantitative easing</i> dan kebijakanmoneter tidak konvensional	Kebijakan moneter konvensional terbukti tidak efektif. QE tidak mempengaruhi tarif pasar sesuai dengan yang diharapkan.

2.3 Hipotesis Penelitian

Hipotesis dalam penelitian ini didukung oleh penelitian dari Kjell Hausken (2012) yang menyatakan bahwa QE 1, QE 2 dan terutama QE 3, diperkirakan akan banyak mempengaruhi ekonomi global dan pengumuman ini menyebabkan euforia di pasar keuangan, dengan harga saham mencapai tingkat tertinggi pasca-reseksi di Amerika Serikat. Pada gilirannya, pasar negara berkembang menerima tanggapan atas kebijakan moneter yang luar biasa dengan skeptisme. Pendapat dari Kjell Hausken didukung oleh Anusha (2012) dan Ignatius Denny (2013) yang

menyatakan bahwa *quantitative easing* mengakibatkan terjadinya peningkatan investasi global pada pasar asset keuangan atau pasar modal. Sehingga ini akan menyebabkan kenaikan aliran dana yang masuk ke dalam setiap pasar modal di beberapa negara. Dapat dikatakan bahwa QE memberikan pengaruh positif terhadap indeks harga saham. Di tengah tekanan krisis global yang menimpa negara di Eropa dan Amerika Serikat, maka *emerging market* (negara berkembang) termasuk Indonesia menjadi salah pilihan investasi global. Selain QE dapat mempengaruhi pasar keuangan dan pasar modal secara positif, QE juga dapat memberikan pengaruh negatif. Pengaruh negatif QE ditunjukkan dengan adanya reaksi pasar berlebihan terhadap keputusan *tapering off*. Pasar cenderung merespon negatif berita mengenai keputusan tersebut. Pasar saham negara berkembang terkena imbas *capital flight* dari dana asing yang ada di Bursa. Dengan adanya isu *tapering off*, investor asing berbondong-bondong mengamankan dananya dari pasar domestik. Akibatnya harga saham mengalami penurunan cukup tajam selama beberapa waktu.

Namun penelitian lain dari Michael Joyce, et al (2012) menyatakan bahwa kebijakan moneter konvensional terbukti tidak efektif. Kebijakan tidak mempengaruhi pasar dengan cara yang diharapkan dan masalah intermediasi keuangan berarti bahwa biasanya mekanisme transmisi moneter tidak bekerja. Mengacu pada penelitian yang mendukung di atas maka didapatkan hipotesis dari penelitian ini yaitu:

H1: Kebijakan *quantitative easing* (QE) Amerika Serikat berpengaruh terhadap volatilitas Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia.