



RESPONS DINAMIS SEKTOR KEUANGAN DAN SEKTOR RIIL INDONESIA TERHADAP GUNCANGAN KETIDAKPASTIAN KEBIJAKAN PERDAGANGAN AS-TIONGKOK

Frido Evindey Manihuruk¹ Muhammad Bukhori Dalimunthe²

Article history:

Submitted: 21 Februari 2026

Revised: 24 Februari 2026

Accepted: 31 Maret 2026

Keywords:

Financial Markets;

Global Supply Chains;

Real Sector;

Structural Vector Autoregression;

Trade Policy Uncertainty;

Abstract

This study is motivated by the transition to slowbalisation due to uncertainty surrounding the trade policies of the United States (US) and China. This study aims to analyze the response and contribution of these shocks to Indonesia's financial sector (IHSG, Exchange Rate) and real sector (FDI, Exports) using Structural Vector Autoregression (SVAR) for the period January 2004 to December 2024. The results reveal an asymmetric response: Chinese shocks provide positive trade diversion benefits for exports and trigger Rupiah appreciation, but exert a more persistent downward pressure on the IHSG and trigger a wait-and-see attitude among foreign investors. Conversely, US shocks exert a downward pressure on exports in the long term, although their impact on financial markets is temporary. Variance decomposition confirms that export fluctuations are dominated by US shocks, while FDI, Rupiah, and IHSG volatility are far more sensitive to regional sentiment in China. It is concluded that US uncertainty disrupts global demand channels, while Chinese uncertainty dominates domestic investment and financial market risks. As a result, the government needs to strengthen financial market stabilization to mitigate the risk of portfolio capital flows, while optimizing opportunities for trade diversion from shifts in the global supply chain.

Kata Kunci:

Autoregresi Vektor Struktural;

Ketidakpastian Kebijakan

Perdagangan;

Pasar Keuangan;

Rantai Pasok Global;

Sektor Riil;

Abstrak

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh transisi menuju *slowbalisation* akibat ketidakpastian kebijakan perdagangan Amerika Serikat (AS) dan Tiongkok. Studi ini bertujuan menganalisis respons dan kontribusi guncangan tersebut terhadap sektor keuangan (IHSG, Nilai Tukar) dan sektor riil (FDI, Ekspor) Indonesia menggunakan *Structural Vector Autoregression* (SVAR) periode Januari 2004 hingga Desember 2024. Hasil penelitian mengungkapkan respons asimetris: guncangan Tiongkok memberikan keuntungan substitusi (*trade diversion*) yang positif bagi ekspor dan memicu apresiasi Rupiah, namun menekan IHSG lebih persisten serta memicu penundaan investasi asing (*wait-and-see*). Sebaliknya, guncangan AS menekan ekspor dalam jangka panjang meski dampaknya pada pasar keuangan bersifat sementara. Dekomposisi varians menegaskan bahwa fluktuasi ekspor didominasi guncangan AS, sedangkan volatilitas FDI, Rupiah, dan IHSG jauh lebih sensitif terhadap sentimen regional Tiongkok. Disimpulkan bahwa ketidakpastian AS mendisrupsi jalur permintaan global, sementara ketidakpastian Tiongkok mendominasi risiko investasi dan pasar keuangan domestik. Implikasinya, pemerintah perlu memperkuat stabilisasi pasar keuangan guna memitigasi risiko aliran modal portofolio, sembari mengoptimalkan peluang pengalihan perdagangan dari pergeseran rantai pasok global.

Koresponding:

Program Studi Ilmu Ekonomi,

Universitas Negeri Medan, Sumatera

Utara, Indonesia

Email:

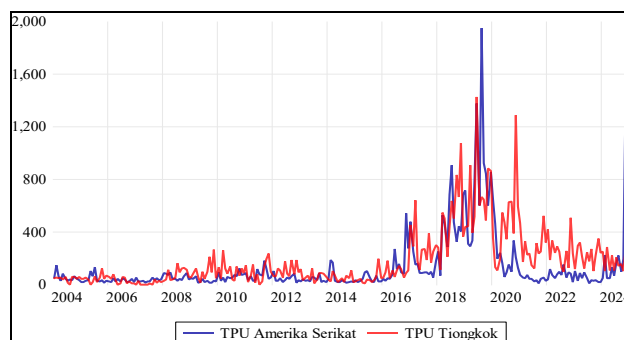
frido.7223240027@mhs.unimed.ac.id

PENDAHULUAN

Era hiperglobalisasi telah beralih ke fase perlambatan globalisasi pasca krisis 2008, yang ditandai dengan melambatnya arus perdagangan dan investasi global (Aiyar & Ilyina, 2023). Perlambatan ini didorong oleh kebangkitan nasionalisme ekonomi (Gong *et al.*, 2022) dan diperkuat oleh gelombang proteksionisme, terutama kebijakan "*America First*" Amerika Serikat (AS) yang memicu perang dagang dengan Tiongkok (Zahoor *et al.*, 2023). Akibatnya, Rantai Nilai Global (GVCs) yang lama menjadi tulang punggung efisiensi produksi mengalami disrupsi signifikan dan rentan terhadap risiko kebijakan, sehingga memicu realokasi aktivitas ekonomi global melalui tren reshoring (Posta, 2022).

Dinamika geopolitik-ekonomi saat ini menciptakan gambaran perdagangan dunia yang penuh kontradiksi. Narasi tentang deglobalisasi dan pemisahan rantai pasok terdengar semakin kuat. World Bank (2023) mencatat bahwa kontribusi rantai nilai global terhadap total perdagangan justru naik menjadi 52 persen pada tahun 2022, level yang lebih tinggi daripada sebelum krisis keuangan 2008. Data ini menunjukkan fakta sebaliknya, keterkaitan global masih meningkat. Tiongkok yang menjadi pusat perang dagang justru semakin menguat posisinya dalam jaringan perdagangan global. Negara-negara pengamat lainnya justru diuntungkan oleh efek *bystander*, di mana mereka berhasil meningkatkan ekspor global sebagai akibat dari perang dagang AS-Tiongkok.

Amerika Serikat dan Tiongkok sebagai fokus utama sumber guncangan eksternal didasarkan pada posisi hegemoni ekonomi kedua negara dalam tatanan global. Sebagai dua kekuatan ekonomi terbesar yang menyumbang lebih dari 40 persen PDB dunia, kedua negara ini bertindak sebagai pusat jejaring produksi global (Widyatama, 2025). Berbeda dengan ketidakpastian kebijakan dari negara maju lain seperti Uni Eropa atau Jepang yang dampaknya cenderung bersifat regional, ketidakpastian kebijakan perdagangan antara AS dan Tiongkok memiliki dampak sistemik global (Gunnella & Quaglietti, 2019). Setiap eskalasi kebijakan tarif maupun hambatan non-tarif yang dilakukan oleh kedua negara akan secara langsung mengubah struktur biaya perdagangan internasional dan memicu efek rambatan yang signifikan ke negara-negara mitra dagang utama, termasuk Indonesia (Hendrati *et al.*, 2024).



Sumber: Baker *et al.* (2016)

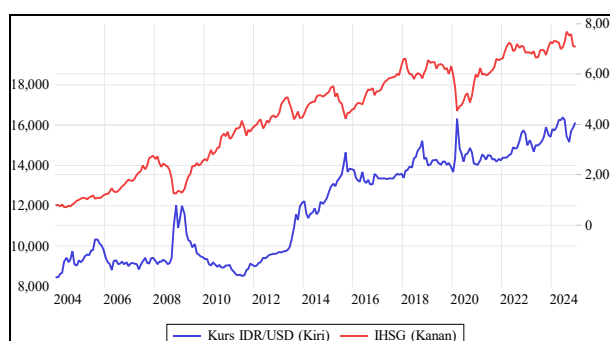
Gambar 1. Grafik Trade Policy Uncertainty Index Amerika Serikat dan Tiongkok

Indeks *Trade Policy Uncertainty* (TPU) AS dan Tiongkok yang dikembangkan oleh Baker *et al.* (2016) menunjukkan fluktuasi yang sangat signifikan pada beberapa periode krisis global. Lonjakan ketidakpastian yang paling tinggi dan persisten dimulai sejak awal tahun 2018, ketika pemerintahan Trump secara agresif menerapkan serangkaian kebijakan tarif yang secara resmi memulai perang dagang (Bown, 2021). Eskalasi ini diawali dengan penerapan tarif pelindung di bawah *Section 201* pada produk panel surya dan mesin cuci, serta tarif *Section 232* pada baja dan aluminium di kuartal pertama 2018. Kebijakan ini berlanjut secara spesifik terhadap Tiongkok melalui pemberlakuan tarif *Section 301*, yang secara drastis meningkatkan rata-rata tarif impor AS dari Tiongkok menjadi lebih dari enam kali lipat dibandingkan awal tahun (Bown, 2025). Puncak ketidakpastian berikutnya terjadi pada awal 2020 ketika guncangan perdagangan beririsan dengan pandemi COVID-19, yang memperparah volatilitas pasar saham dan fundamental ekonomi global (Cheema *et al.*, 2022).

Ketidakpastian kebijakan perdagangan memengaruhi perekonomian melalui beberapa kanal. Teori opsi riil yang dikembangkan oleh Myers (1977) dalam Schwartz & Trigeorgis (2004) menjelaskan bahwa ketidakpastian menciptakan nilai opsi untuk menunggu (*option value of waiting*). Perusahaan yang rasional akan menunda ekspansi ekspor dan investasi karena melakukan investasi di tengah ketidakpastian berarti menunda opsi mereka dan menghilangkan potensi keuntungan dari informasi yang lebih jelas di masa depan. Teori biaya hangus oleh Leamer & Levinsohn (1994) melengkapi penjelasan ini bahwa keputusan untuk memasuki pasar ekspor sangat sensitif terhadap prospek keuntungan di masa depan karena memerlukan biaya awal yang besar dan tidak dapat dikembalikan. Model perusahaan heterogen yang dikembangkan oleh Melitz (2003) menyatakan bahwa ketidakpastian perdagangan meningkatkan persepsi risiko terkait biaya hangus masuk pasar ekspor, yang mengakibatkan kenaikan ambang batas produktivitas minimum yang diperlukan bagi perusahaan untuk mengekspor.

Pada sisi pasar keuangan, Pendekatan Keseimbangan Portofolio yang dikembangkan oleh Kallianiotis (2013) menjelaskan bahwa guncangan ketidakpastian merambat melalui kanal *flight-to-safety*, di mana investor global merespons peningkatan ketidakpastian dengan merealokasikan portofolio mereka dari aset berisiko di negara berkembang menuju aset lindung nilai (*safe-haven assets*) seperti dolar AS (Krugman *et al.*, 2022; Mishkin, 2022). Teori limpahan volatilitas yang dijelaskan oleh Diebold & Yilmaz (2008) menyatakan bahwa volatilitas harga saham di satu pasar utama tidak hanya mencerminkan risiko pasar tersebut, tetapi juga dapat mentransmisikan guncangan risiko ke pasar saham negara lain melalui mekanisme interdependensi informasi dan aliran modal.

Sebagai negara dengan perekonomian terbuka kecil (*small open economy*), Indonesia berinteraksi secara bebas dengan negara lain tidak hanya melalui perdagangan barang dan jasa, tetapi juga melalui arus modal internasional (Mankiw, 2024). Laporan International Monetary Fund (2024) mengenai Indonesia mengonfirmasi posisi strategis ini, mencatat bahwa perekonomian Indonesia menikmati fondasi kebijakan makro yang *prudent* dengan pertumbuhan yang tetap kuat di tengah tantangan global. Integrasi yang dalam dengan perekonomian global ini menjadikan Indonesia rentan terhadap *spillover* dari gejolak eksternal, termasuk ketegangan perdagangan antara negara-negara besar.

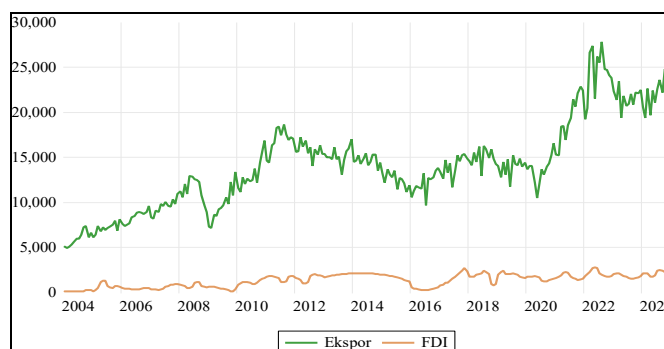


Sumber: Bank Indonesia (2025) dan Bursa Efek Indonesia (2025)

Gambar 2. Grafik Kurs IDR/USD dan Indeks Harga Saham Gabungan

Grafik kurs Rupiah dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSK) pada Gambar 2. menunjukkan pola respons yang asimetris terhadap guncangan global, mengindikasikan adanya *spillover* kebijakan perdagangan internasional yang perlu dianalisis lebih lanjut. Pasca krisis finansial global 2008, Rupiah melemah tajam hingga menembus Rp12.000 per USD disertai kejatuhan IHSK di bawah 1.400 poin, mencerminkan tekanan arus modal yang kuat. Pada periode perang dagang AS-Tiongkok tahun 2018, Rupiah kembali terdepresiasi hingga sekitar Rp15.200 per USD, namun IHSK relatif bertahan di atas 6.000 poin, mengindikasikan perbedaan respons antara pasar valas dan pasar saham. Guncangan pandemi COVID-19 pada 2020 memperburuk kondisi dengan pelemahan Rupiah ke level Rp16.300 per USD dan penurunan IHSK ke kisaran 4.500 poin. Selanjutnya, fase pemulihan pascapandemi ditandai

stabilisasi Rupiah pada rentang Rp14.000-Rp15.000 dan penguatan IHSG menuju 7.000 poin, meskipun dinamika perdagangan global dan normalisasi kebijakan moneter masih memicu volatilitas.



Sumber: Kemendag RI (2025) dan Bank Indonesia (2025)

Gambar 3. Grafik Nilai Ekspor dan *Foreign Direct Investment* di Indonesia

Berdasarkan Gambar 3, sektor ekspor terbukti tangguh, pulih dari krisis 2008 dan melonjak ke rekor tertinggi (USD 26,6 miliar) pada Maret 2022. Sebaliknya, arus FDI jauh lebih volatil, setelah mencapai puncaknya (USD 2,86 miliar) pada April 2017, sebelum eskalasi perang dagang. Meskipun pandemi COVID-19 menekan kedua sektor dengan FDI jatuh ke titik terendah (USD 1,33 miliar) pada Mei 2020, lintasan pemulihan ekspor dan FDI berbeda tajam. Pemulihan FDI pascapandemi tidak berkelanjutan dan justru menunjukkan tren pelemahan signifikan hingga akhir 2024, mengindikasikan bahwa sentimen investasi merespons ketidakpastian global dengan kehati-hatian yang lebih besar dibandingkan perdagangan yang kemungkinan diuntungkan oleh lonjakan harga komoditas. Lebih dari itu, sensitivitas aliran modal ini semakin menegaskan bahwa daya tarik FDI di negara berkembang khususnya kawasan ASEAN termasuk Indonesia sangat bergantung pada ketahanan instrumen moneter domestik serta iklim kemudahan berbisnis dalam merespons dinamika dan guncangan eksternal (Ilahi & Purnamasari, 2025).

Penelitian mengenai dampak ketidakpastian kebijakan perdagangan telah banyak dilakukan dengan beragam temuan. Yan *et al.* (2022) dalam analisisnya menggunakan Bayesian VAR Model menemukan bahwa peningkatan ketidakpastian kebijakan perdagangan AS menyebabkan respons negatif yang signifikan pada ekspor bersih Tiongkok, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Zhang & Qu (2022) menginvestigasi bahwa TPU AS berfungsi sebagai penghalang perdagangan yang signifikan dengan menekan *extensive margin*, *intensive margin*, dan *quantity margin* ekspor Tiongkok. Sui *et al.* (2022) dalam studi tentang ASEAN-China Free Trade Area (ACFTA) menemukan bahwa penurunan ketidakpastian kebijakan perdagangan berkorelasi positif signifikan dengan peningkatan kualitas produk ekspor. Inada & Jinji (2024) menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan memiliki dampak negatif terhadap FDI, terutama dalam menghambat pendirian afiliasi baru. Amelia *et al.* (2025) menganalisis dampak ketidakpastian ekonomi global terhadap volatilitas keuangan dan perdagangan Indonesia menggunakan VECM-X dan menemukan bahwa hubungan antar variabel bersifat dinamis dengan pola fluktuatif dalam jangka pendek namun cenderung mencapai keseimbangan dalam jangka menengah-panjang.

Selain memengaruhi indikator makroekonomi, rambatan ketidakpastian global juga memberikan tekanan tersendiri terhadap psikologi pelaku pasar keuangan dan kinerja fundamental perusahaan domestik. Dalam konteks pasar modal, asimetri informasi akibat guncangan eksternal sering kali memicu perilaku irasional dari para investor di Bursa Efek Indonesia, yang pada puncaknya dapat berujung pada fenomena *overreaction* terhadap pergerakan harga saham (Oktaryani *et al.*, 2026). Volatilitas pasar yang timbul dari ketidakpastian ini pada gilirannya merembes ke sektor riil dan memengaruhi keputusan strategis perusahaan. Tekanan makroekonomi ini turut menjadi determinan kritis bagi kelangsungan operasional perusahaan domestik, khususnya di sektor padat modal seperti

infrastruktur, yang mana fluktuasi pasar dan penyesuaian struktur modal sangat menentukan tingkat profitabilitas mereka di tengah guncangan (Setiawan & Dasman, 2025). Oleh karena itu, kompleksitas transmisi risiko dari tataran global ke fundamental domestik ini perlu dikaji lebih holistik.

Meskipun penelitian-penelitian tersebut telah memberikan kontribusi penting, masih terdapat celah penelitian yang signifikan. Pertama, banyak studi cenderung fokus pada satu aspek saja seperti dampak pada volume ekspor (Purwono *et al.*, 2021, 2022; Villia *et al.*, 2024) atau reaksi pasar keuangan secara deskriptif (Fachri *et al.*, 2025), tanpa menawarkan analisis komprehensif yang melihat respons simultan dari aktivitas ekonomi riil (ekspor dan FDI) dan pasar keuangan (kurs Rupiah dan IHSG) di Indonesia terhadap guncangan yang sama. Kedua, studi terdahulu seringkali menggunakan variabel *proxy* seperti dummy perang dagang atau tarif aktual dan metode seperti *Error Correction Model* (ECM) (Villia *et al.*, 2024) yang kurang optimal dalam mengisolasi guncangan murni dari ketidakpastian itu sendiri dan menganalisis respons dinamis dari waktu ke waktu. Ketiga, penelitian yang secara komprehensif dan kuantitatif menganalisis dampak rambatan ketidakpastian kebijakan perdagangan AS dan Tiongkok secara simultan terhadap kombinasi variabel kunci di Indonesia dengan menggunakan metodologi *Structural Vector Autoregression* (SVAR) belum banyak ditemukan. Pendekatan SVAR memungkinkan identifikasi guncangan struktural dan analisis respons dinamis antar variabel dalam suatu sistem yang terintegrasi, sehingga dapat mengisi celah metodologis tersebut.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis respons dinamis Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Nilai Tukar Rupiah (IDR/USD), arus *Foreign Direct Investment* (FDI), dan nilai ekspor Indonesia terhadap guncangan struktural pada ketidakpastian kebijakan perdagangan Amerika Serikat dan ketidakpastian kebijakan perdagangan Tiongkok. Penelitian ini juga bertujuan mengukur besaran kontribusi guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan kedua negara dalam menjelaskan variabilitas keempat variabel ekonomi Indonesia tersebut.

Berdasarkan kerangka teoritis dan empiris yang telah diuraikan, dirumuskan hipotesis sebagai berikut. Pendekatan Keseimbangan Portofolio (Kallianiotis, 2013) dan fenomena *Flight-to-Safety* (Krugman *et al.*, 2022; Mishkin, 2022) menjelaskan bahwa peningkatan ketidakpastian memicu realokasi portofolio dari aset berisiko di *emerging markets* menuju aset *safe haven*. Teori limpahan volatilitas (Diebold & Yilmaz, 2008) menyatakan bahwa guncangan di pasar utama akan melimpah ke pasar negara lain. Temuan Chen *et al.* (2020) dan Abed *et al.* (2022) mengkonfirmasi adanya hubungan antara ketidakpastian kebijakan dan nilai tukar. Oktavian & Prasetyo (2023) menemukan bahwa EPU AS dan Tiongkok berpengaruh negatif signifikan terhadap pasar saham Indonesia dalam jangka panjang. He *et al.* (2021) menunjukkan bahwa TPU AS memiliki dampak negatif signifikan pada pasar saham Tiongkok.

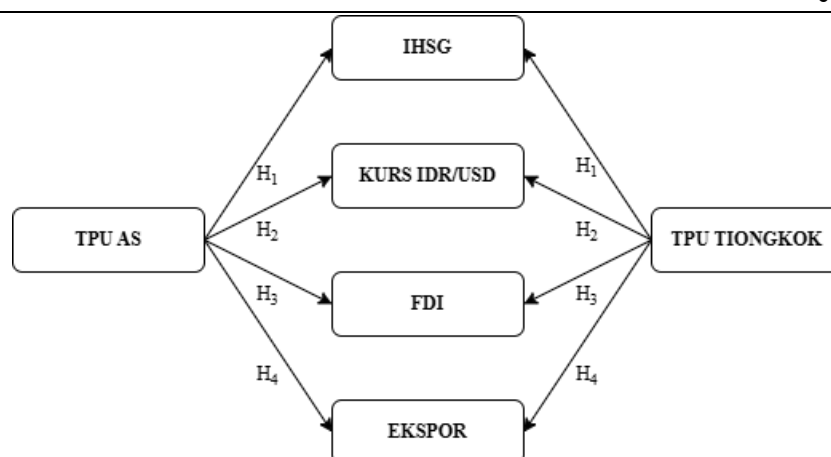
H₁: Diduga guncangan struktural TPU AS dan TPU Tiongkok menimbulkan respons dinamis berupa depresiasi nilai tukar Rupiah.

H₂: Diduga guncangan struktural TPU AS dan TPU Tiongkok menimbulkan respons dinamis berupa penurunan IHSG.

Teori opsi riil (Myers, 1977; Dixit & Pindyck (1994) dan Teori biaya hangus (Leamer & Levinsohn, 1994) menjelaskan bahwa peningkatan ketidakpastian menaikkan nilai opsi untuk menunggu sehingga mendorong penundaan investasi dan ekspansi pasar. Model Perusahaan Heterogen menyatakan bahwa ketidakpastian menaikkan ambang batas produktivitas untuk memasuki pasar ekspor (Melitz, 2003). Temuan Yan *et al.* (2022) dan Zhang & Qu (2022) mengkonfirmasi bahwa peningkatan TPU AS menekan ekspor Tiongkok. Dengan demikian, diduga guncangan struktural TPU AS dan TPU Tiongkok direspons dinamis dengan penurunan nilai ekspor Indonesia dan penurunan arus FDI ke Indonesia.

H₃: Diduga guncangan struktural TPU AS dan TPU Tiongkok menimbulkan respons dinamis melalui penurunan nilai FDI ke Indonesia.

H₄: Diduga guncangan struktural TPU AS dan TPU Tiongkok menimbulkan respons dinamis melalui penurunan nilai ekspor Indonesia.



Sumber: Data Penelitian (2026)

Gambar 4. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual ini menyajikan hubungan struktural antara variabel eksternal dan domestik dalam sistem SVAR. Sebagai representasi dari *small open economy*, guncangan *Trade Policy Uncertainty* (TPU) AS dan Tiongkok diperlakukan sebagai blok eksternal yang memengaruhi variabel endogen Indonesia. Kedua guncangan eksternal ini dihipotesiskan mentransmisikan dampaknya secara simultan ke sektor keuangan (IHSG dan Nilai Tukar IDR/USD) dan sektor riil (FDI dan Ekspor). Arah panah dari TPU AS dan TPU CH menuju keempat variabel domestik mengindikasikan dugaan adanya respons dinamis, baik yang bersifat kontraktif maupun ekspansif, yang akan dianalisis lebih lanjut melalui fungsi Impulse Response (IRF) dan dekomposisi varians (FEVD).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data runtun waktu bulanan yang mencakup periode Januari 2004 hingga Desember 2024. Periode ini dipilih dengan pertimbangan untuk mencakup dinamika hubungan dagang AS-Tiongkok secara komprehensif, mulai dari fase integrasi perdagangan yang intensif pasca akses Tiongkok ke WTO, krisis keuangan global 2008 yang menjadi awal mula fenomena *slowbalisation*, hingga eskalasi perang dagang pada tahun 2018 dan dampak residualnya pascapandemi COVID-19. Dengan rentang waktu selama dua dekade, penelitian ini mampu menangkap berbagai fase siklus ekonomi dan fluktuasi ketidakpastian kebijakan perdagangan secara lebih utuh. Data sekunder yang digunakan diperoleh dari berbagai institusi resmi, sebagaimana Sugiyono (2022) mendefinisikan data sekunder sebagai sumber yang tidak memberikan data secara langsung melainkan melalui dokumen atau perantara.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Trade Policy Uncertainty* (TPU) dari negara Amerika Serikat dan Tiongkok. TPU didefinisikan secara operasional sebagai persepsi ketidakpastian kebijakan perdagangan yang diukur menggunakan indeks berbasis frekuensi berita surat kabar dengan skala basis 100, yang datanya dikembangkan oleh Baker *et al.* (2016) dan bersumber dari *policyuncertainty.com*. Sementara itu, variabel dependen yang merepresentasikan kondisi sektor riil dan keuangan Indonesia meliputi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Nilai Tukar (Kurs), *Foreign Direct Investment* (FDI), dan Ekspor.

IHSG diukur menggunakan nilai penutupan bulanan (*closing price*) dalam poin indeks yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia, dan variabel Kurs diukur menggunakan rata-rata kurs tengah bulanan Rupiah terhadap Dolar AS (IDR/USD) dari Bank Indonesia. Selanjutnya, FDI diukur sebagai arus masuk investasi langsung asing netto dalam satuan Juta USD yang datanya dipublikasikan oleh World Bank. Mengingat data FDI tersedia dalam frekuensi triwulanan, dilakukan interpolasi menggunakan metode *Cubic Spline* untuk menyelaraskan menjadi data bulanan. Pemilihan metode ini

mengacu pada Lepot *et al.* (2017) yang mengklasifikasikan *cubic spline* sebagai bagian dari metode interpolasi polinomial, di mana data diestimasi dengan fungsi polinomial lokal yang memastikan kontinuitas hingga turunan keduanya, sehingga cocok untuk merunutkan data frekuensi rendah menjadi frekuensi tinggi tanpa menghasilkan loncatan yang tidak wajar. Ekspor didefinisikan sebagai nilai total ekspor barang dan jasa non-migas dalam satuan Juta USD yang bersumber dari Kementerian Perdagangan Republik Indonesia dan Badan Pusat Statistik (BPS).

Untuk menganalisis hubungan simultan dan dinamis antar variabel, penelitian ini menggunakan model *Structural Vector Autoregression* (SVAR). Urgensi penggunaan pendekatan struktural ini terletak pada kemampuannya untuk mengidentifikasi dan mengisolasi guncangan fundamental yang bersifat ortogonal berdasarkan teori ekonomi, sehingga mampu mengungkap hubungan kausalitas struktural antar variabel. Berbeda dengan model VAR standar yang hanya mengandalkan *reduced-form*, SVAR memungkinkan peneliti untuk membebaskan restriksi teoritis guna memisahkan guncangan yang secara empiris tidak dapat diamati secara langsung, seperti guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan dari gejolak permintaan domestik. Dengan demikian, SVAR tidak hanya melacak respons dinamis antar variabel, tetapi juga memastikan bahwa impuls yang dianalisis benar-benar mencerminkan guncangan struktural yang menjadi fokus penelitian. Bentuk struktural dari sistem SVAR dengan ordo lag p diformulasikan sebagai berikut:

$$AY_t = C + \sum_{i=1}^p \Gamma_i Y_{t-i} + B\varepsilon_t \dots\dots\dots(1)$$

Di mana Y_t adalah vektor variabel endogen (6×6), A adalah matriks koefisien hubungan kontemporer, Γ_i adalah matriks koefisien lag, dan ε_t adalah vektor guncangan structural pada matriks B . Identifikasi guncangan struktural dilakukan melalui restriksi pada matriks A menggunakan dekomposisi *Cholesky* yang didasarkan pada asumsi *Small Open Economy* dan *Block Exogeneity*. Dalam kerangka ini, variabel global TPU AS dan TPU CH diasumsikan eksogen dan tidak dipengaruhi oleh variabel domestik Indonesia secara seketika, sehingga ditempatkan pada urutan awal dalam sistem (Kilian & Lütkepohl, 2017). Struktur matriks restriksi A dan B yang dibangun adalah sebagai berikut:

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & 0 & 0 \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 & 0 \\ a_{61} & a_{62} & a_{63} & a_{64} & a_{65} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_t^{TPU_{AS}} \\ u_t^{TPU_{CH}} \\ u_t^{IHSG} \\ u_t^{KURS} \\ u_t^{FDI} \\ u_t^{EKSPOR} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & b_3 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & b_{44} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & b_{55} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & b_{66} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{TPU_{AS}} \\ \varepsilon_t^{TPU_{CH}} \\ \varepsilon_t^{IHSG} \\ \varepsilon_t^{KURS} \\ \varepsilon_t^{FDI} \\ \varepsilon_t^{EKSPOR} \end{bmatrix} \dots\dots\dots(2)$$

Berdasarkan spesifikasi matriks identifikasi dan struktur rekursif yang telah dibangun sebelumnya, sistem SVAR dalam penelitian ini dapat diturunkan menjadi empat persamaan struktural utama yang merepresentasikan dinamika variabel endogen domestik. Persamaan-persamaan berikut disusun dalam bentuk eksplisit untuk memperlihatkan mekanisme transmisi guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan Amerika Serikat (TPU AS) dan Tiongkok (TPU CH) terhadap variabel penerima guncangan secara kontemporer, sebagai berikut:

$$IHSG_t = C_3 - a_{31}TPU_{AS,t} - a_{32}TPU_{CH,t} + \sum_{i=1}^p \phi_3 Y_{t-i} + b_{33}\varepsilon_t^{IHSG} \dots\dots\dots(3)$$

$$KURS_t = C_4 + a_{41}TPU_{AS,t} + a_{42}TPU_{CH,t} - a_{43}IHSG_t + \sum_{i=1}^p \phi_4 Y_{t-i} + b_{44}\varepsilon_t^{KURS} \dots\dots\dots(4)$$

$$FDI_t = C_5 - a_{51}TPU_{AS,t} - a_{52}TPU_{CH,t} + a_{53}IHSG_t - a_{54}KURS_t + \sum_{i=1}^p \phi_5 Y_{t-i} + b_{55}\varepsilon_t^{FDI} \dots\dots\dots(5)$$

$$EKSPOR_t = C_6 - a_{61}TPU_{AS,t} - a_{62}TPU_{CH,t} + a_{63}IHSG_t + a_{64}KURS_t + a_{65}FDI_t + \sum_{i=1}^p \phi_6 Y_{t-i} + b_{66}\varepsilon_t^{EKSPOR} \dots\dots\dots(6)$$

Tahapan estimasi dimulai dengan uji stasioneritas menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) untuk memastikan data bebas dari akar unit atau menentukan derajat integrasi data, guna menghindari regresi lancung (Gujarati & Porter, 2025). Setelah itu, penentuan panjang lag optimal dilakukan berdasarkan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC) minimum untuk mengeliminasi

autokorelasi pada residual sekaligus menjaga parsimoni model (Ouliaris *et al.*, 2016). Dengan *lag* yang terpilih, stabilitas model dievaluasi melalui uji *AR Roots*, di mana model dinyatakan stabil jika seluruh modulus akar karakteristik bernilai kurang dari satu (Krugman *et al.*, 2022). Selanjutnya, untuk menentukan spesifikasi model yang tepat, dilakukan uji kointegrasi Johansen guna mendeteksi keberadaan hubungan jangka panjang antar variabel. Apabila tidak ditemukan bukti kointegrasi, model diestimasi dalam bentuk SVAR *first difference* untuk menghindari regresi palsu; namun jika terdapat kointegrasi, analisis akan dilanjutkan dengan mekanisme koreksi kesalahan atau SVECM (*Structural Vector Error Correction Model*) yang mampu menangkap dinamika jangka pendek sekaligus keseimbangan jangka panjang (Kilian & Lütkepohl, 2017).

Tahap akhir penelitian ini difokuskan pada dua alat analisis utama dalam kerangka SVAR, yaitu *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). IRF tidak hanya mengidentifikasi arah respons, tetapi juga mengungkap persistensi dampak, apakah bersifat temporer dan cepat kembali ke keseimbangan atau justru persisten hingga periode jangka panjang. Sementara itu, FEVD digunakan untuk mengukur seberapa besar kontribusi relatif guncangan eksternal dari kedua negara tersebut dalam menjelaskan fluktuasi (variabilitas) masing-masing variabel domestik, sekaligus membandingkannya dengan determinan internal seperti guncangan variabel itu sendiri.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif merupakan metode statistik yang digunakan untuk mengolah data dengan cara menggambarkan atau mendeskripsikan karakteristik data yang telah dikumpulkan apa adanya, tanpa tujuan untuk menarik kesimpulan yang bersifat umum atau melakukan generalisasi terhadap populasi yang lebih luas (Sugiyono, 2022). Berikut merupakan tabel statistik deskriptif pada penelitian ini yang mencakup variabel *Trade Policy Uncertainty* Amerika Serikat (TPU AS), *Trade Policy Uncertainty* Tiongkok (TPU CH), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Nilai Tukar (KURS), *Foreign Direct Investment* (FDI), dan Ekspor (EKSPOR).

Tabel 1.
Hasil Statistik Deskriptif

	TPU AS	TPU CH	IHSG	KURS	FDI	EKSPOR
<i>Mean</i>	134,5122	181,0929	4325,811	11912,82	1336,079	14129,65
<i>Median</i>	49,90000	104,6000	4760,945	12052,50	1520,000	14036,70
<i>Max</i>	1946,700	1425,200	7670,730	16370,00	2761,000	27840,70
<i>Min</i>	6,500000	7,400000	709,3500	8441,000	87,00000	4907,700
<i>Std. Dev.</i>	244,5553	216,7434	2037,694	2506,583	708,9290	4925,159
<i>Skewness</i>	3,974331	2,480845	-0,295073	0,074086	-0,244311	0,473903
<i>Kurtosis</i>	22,05347	10,91242	1,823671	1,414475	1,769926	2,890073
<i>Jarque-Bera</i>	4475,267	915,8596	18,18623	26,62638	18,39424	9,559397
<i>Prob.</i>	0,000000	0,000000	0,000112	0,000002	0,000101	0,008399

Sumber: Data Penelitian, 2026

Berdasarkan Tabel 1, variabel guncangan menunjukkan volatilitas yang signifikan selama periode pengamatan. Rata-rata indeks ketidakpastian kebijakan perdagangan (TPU) Amerika Serikat tercatat sebesar 134,51 indeks dengan standar deviasi yang cukup lebar di angka 244,55, menandakan adanya lonjakan ekstrem pada periode tertentu. Nilai maksimum TPU AS mencapai 1.946,70 indeks yang terjadi pada Juli 2019, puncak eskalasi perang dagang ketika pemerintahan Trump mengancam akan menerapkan tarif baru pada seluruh impor dari Tiongkok. Pola serupa terlihat pada TPU Tiongkok yang memiliki rata-rata lebih tinggi yakni 181,09 indeks, dengan nilai maksimum 1.425,20 indeks yang tercatat pada September 2019 sebagai respons atas ketegangan yang terus berlanjut. Tingginya selisih antara nilai rata-rata dan maksimum ini mengonfirmasi besarnya guncangan eksternal yang terjadi

akibat eskalasi perang dagang dan dinamika geopolitik global, di mana kedua negara mencapai puncak ketidakpastiannya pada periode yang sama di pertengahan 2019.

Dari sisi domestik menunjukkan pola yang bervariasi selama periode pengamatan dua dekade. Di sektor pasar keuangan, IHSG tercatat memiliki nilai rata-rata 4.325,81 poin dengan standar deviasi 2.037,69, mengindikasikan volatilitas yang cukup tinggi. Nilai tukar Rupiah berada pada kisaran rata-rata Rp11.912,82 per USD dengan level depresiasi terdalam (maksimum) menyentuh Rp16.370,00 per USD, sementara level terkuatnya (minimum) tercatat di Rp8.441,00 per USD. Pada sektor riil, nilai ekspor rata-rata mencapai USD 14.129,65 Juta dengan fluktuasi yang cukup lebar (standar deviasi 4.925,16 Juta), sedangkan arus FDI mencatatkan rata-rata USD 1.336,07 Juta dengan tingkat volatilitas (standar deviasi) sebesar 708,93 Juta.

Pola nilai minimum dan maksimum dari variabel-variabel domestik tersebut menunjukkan keterkaitan yang erat dengan periode tingginya ketidakpastian kebijakan perdagangan global. Pelemahan terdepresiasi nilai tukar Rupiah ke level tertingginya (Rp16.370 per USD) terjadi pada Maret 2020, bertepatan dengan pandemi COVID-19 yang memicu gejolak keuangan global dan memperparah ketidakpastian yang sudah ada akibat perang dagang. Demikian pula IHSG yang mencapai titik terendahnya di level 709,35 poin pada November 2008 saat krisis keuangan global, serta kembali tertekan ke kisaran 4.000 poin pada Maret 2020 saat pandemi. Menariknya, ekspor justru mencapai puncaknya sebesar USD 27.840,70 Juta pada Maret 2022, didorong oleh lonjakan harga komoditas global pascapandemi, sementara FDI mencapai titik tertinggi (USD 2.761 Juta) pada April 2017 sebelum eskalasi perang dagang dimulai, dan terendah (USD 87 Juta) pada Mei 2020 saat ketidakpastian mencapai puncaknya.

Sebelum melakukan estimasi model SVAR dan menganalisis guncangan, serangkaian uji prasyarat ekonometrika perlu dilakukan untuk memastikan model yang dibangun bersifat valid, stabil, dan tidak bias. Pada penelitian ini menggunakan data yang telah ditransformasi ke dalam bentuk Logaritma Natural (Log). Transformasi ini dilakukan untuk menstabilkan varians data yang memiliki rentang nilai yang sangat lebar serta untuk mempermudah interpretasi koefisien sebagai elastisitas (persentase) (Kilian & Lütkepohl, 2017).

Langkah awal dalam analisis data deret waktu adalah melakukan uji stasioneritas untuk memastikan konsistensi nilai rata-rata dan varians data sepanjang waktu.

Tabel 2.
Hasil Uji Stasioneritas Data

Variabel	Level		1st Difference	
	t-Statistic	Prob.	t-Statistic	Prob
Log (TPU AS)	-2,568374	0,1010	-16,23843	0,0000
Log (TPU CH)	-2,731060	0,0702	-12,15494	0,0000
Log (IHSG)	-2,355532	0,1556	-13,10448	0,0000
Log (KURS)	-0,999890	0,7538	-15,09445	0,0000
Log (FDI)	-3,315183	0,0152	-7,963740	0,0000
Log (EKSPOR)	-2,251056	0,1890	-25,47029	0,0000

Sumber: Data Penelitian, 2026

Berdasarkan hasil uji ADF pada Tabel 2, terlihat bahwa pada tingkat level, mayoritas variabel memiliki nilai probabilitas yang melebihi signifikansi 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa data masih mengandung akar unit sehingga data tidak stasioner pada tingkat level. Namun, setelah dilakukan transformasi ke dalam bentuk *First Difference*, seluruh variabel penelitian menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa seluruh data telah stasioner pada *First Difference (integrated of order one, I(1))*, dan layak digunakan untuk analisis lebih lanjut.

Penentuan panjang *lag* yang optimal sangat krusial dalam model SVAR/SVECM untuk menangkap dinamika hubungan antarvariabel tanpa mengorbankan derajat kebebasan model. Uji ini

dilakukan dengan membandingkan nilai kriteria informasi dari berbagai panjang *lag*, di mana lag dengan nilai terkecil pada *Akaike Information Criterion* (AIC) akan dipilih sebagai *lag* optimal untuk estimasi model.

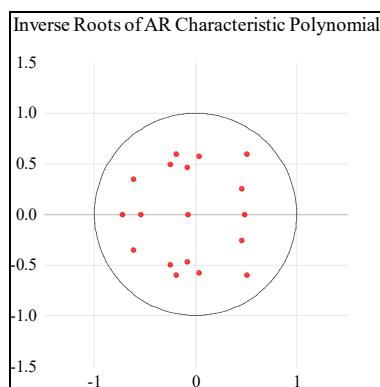
Tabel 3.
Hasil Uji Panjang *Lag* Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	642,0308	NA	2,15e-10	-5,234821	-5,148573	-5,200081
1	777,8219	263,7589	9,44e-11	-6,056147	-5,452408*	-5,812967*
2	819,6664	79,21194	9,00e-11	-6,104251	-4,983021	-5,652630
3	876,9171	105,5485	7,57e-11*	-6,279153*	-4,640433	-5,619092
4	901,0332	43,27003	8,37e-11	-6,181343	-4,025132	-5,312842
5	927,5920	46,34134	9,08e-11	-6,103638	-3,429937	-5,026697
6	960,1679	55,23162	9,39e-11	-6,075456	-2,884264	-4,790075
7	980,7216	33,83318	1,08e-10	-5,948326	-2,239643	-4,454504
8	1013,600	52,49799*	1,12e-10	-5,922638	-1,696465	-4,220376

Sumber: Data Penelitian, 2026

Hasil pengujian kriteria panjang *lag* pada Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai AIC terendah, yakni sebesar -6,279153, ditemukan pada *Lag* 3. Hal ini ditandai dengan adanya tanda asteris (*) pada kolom AIC di baris ke-3. Berdasarkan temuan ini mengimplikasikan bahwa perubahan variabel makroekonomi dan ketidakpastian global saat ini dipengaruhi secara signifikan oleh perilaku variabel tersebut hingga tiga bulan ke belakang. Oleh karena itu, estimasi model SVAR/SVECM selanjutnya akan menggunakan struktur *lag* ini untuk memastikan residu model terbebas dari autokorelasi.

Validitas model SVAR/SVECM sangat bergantung pada stabilitas sistem dinamis yang dibentuknya. Uji stabilitas dilakukan dengan memeriksa akar-akar karakteristik (*Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial*) dari model yang telah diestimasi. Model dikatakan stabil dan valid jika seluruh modulus dari akar karakteristiknya berada di dalam lingkaran unit (Gujarati & Porter, 2025).



Sumber: Data Penelitian (2026)

Gambar 5. Hasil Uji Validitas Model

Mengacu pada hasil pengujian stabilitas pada Gambar 5, terlihat bahwa seluruh titik akar karakteristik berada di dalam lingkaran unit. Secara kuantitatif, nilai modulus tertinggi yang tercatat kurang dari 1. Kondisi ini memberikan bukti empiris untuk menerima hipotesis bahwa sistem VAR yang dibangun telah memenuhi kondisi stabilitas. Dengan terpenuhinya syarat stabilitas ini, maka hasil analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (FEVD) yang dihasilkan dianggap valid dan interpretasinya tidak akan bias (meledak) dalam jangka panjang.

Uji kointegrasi Johansen dilakukan untuk mendeteksi apakah terdapat hubungan keseimbangan jangka panjang di antara variabel-variabel penelitian yang bersifat non-stasioner. Tujuan utama pengujian ini adalah untuk menentukan metode estimasi yang tepat, dimana jika ditemukan kointegrasi,

maka analisis harus menggunakan SVECM, namun jika tidak, analisis dilanjutkan dengan SVAR dalam bentuk selisih (*difference*). Dalam penelitian ini, keputusan ada tidaknya kointegrasi didasarkan secara spesifik pada hasil *Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)*.

Tabel 4.
Hasil Uji Kointegrasi Johansen

<i>Hypothesized No. of CE(s)</i>	<i>Eigenvalue</i>	<i>Max-Eigen Statistic</i>	<i>0,05 Critical Value</i>	<i>Prob.** Critical Value</i>
<i>None</i>	0,145453	38,82450	40,07757	0,0687
<i>At most 1</i>	0,093625	24,28057	33,87687	0,4353
<i>At most 2</i>	0,054182	13,75904	27,58434	0,8389
<i>At most 3</i>	0,040643	10,24841	21,13162	0,7210
<i>At most 4</i>	0,024206	6,052428	14,26460	0,6065
<i>At most 5</i>	0,011949	2,969124	3,841465	0,0849

Sumber: Data Penelitian, 2026

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4, terlihat bahwa nilai probabilitas untuk hipotesis *None* ($r = 0$) hingga *At most 2* ($r \leq 2$) seluruhnya berada di atas signifikansi ($\alpha = 0,05$). Secara statistik, hasil ini memberikan dasar yang kuat untuk menyatakan bahwa tidak terdapat vektor kointegrasi di antara variabel-variabel yang diestimasi. Oleh karena itu, untuk menghindari kesalahan spesifikasi model, penelitian ini menggunakan model SVAR dalam bentuk *First Difference* guna menangkap dinamika guncangan struktural secara valid.

Setelah model dinyatakan stabil dan memiliki panjang *lag* yang optimal, langkah selanjutnya adalah melakukan estimasi model Struktural VAR (SVAR). Estimasi ini bertujuan untuk mengisolasi guncangan struktural murni dengan membebaskan restriksi jangka pendek (*short-run restrictions*) pada matriks hubungan kontemporer antarvariabel. Hasil estimasi model SVAR menunjukkan bahwa proses iterasi berhasil mencapai konvergensi setelah 18 iterasi. Hal ini mengindikasikan bahwa restriksi yang dibangun valid dan model mampu menemukan solusi matematis yang stabil untuk matriks A dan matriks B.

Tabel 5.
Hasil Estimasi Struktural VAR (SVAR)

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
a21	-0,079552	0,067187	-1,184033	0,2364
a31	-0,000299	0,005178	-0,057652	0,9540
a41	0,002138	0,001992	1,073297	0,2831
a51	-0,003053	0,017833	-0,171225	0,8640
a61	-0,001842	0,007601	-0,242369	0,8085
a32	3,95E-05	0,004880	0,008103	0,9935
a42	0,001800	0,001877	0,958678	0,3377
a52	-0,013328	0,016799	-0,793390	0,4276
a62	-0,007241	0,007169	-1,010139	0,3124
a43	0,298746	0,024424	12,23152	0,0000
a53	-0,473667	0,276253	-1,714614	0,0864
a63	-0,120174	0,118435	-1,014683	0,3103
a54	-0,542590	0,567226	-0,956567	0,3388
a64	-0,130681	0,242198	-0,539561	0,5895
a65	-0,035363	0,027064	-1,306664	0,1913
b11	0,657889	0,029540	22,27105	0,0000
b22	0,696090	0,031255	22,27105	0,0000
b33	0,053497	0,002402	22,27105	0,0000
b44	0,020577	0,000924	22,27106	0,0000
b55	0,183807	0,008253	22,27105	0,0000
b66	0,078339	0,003518	22,27105	0,0000
Log likelihood	823,2748			

Sumber: Data Penelitian, 2026

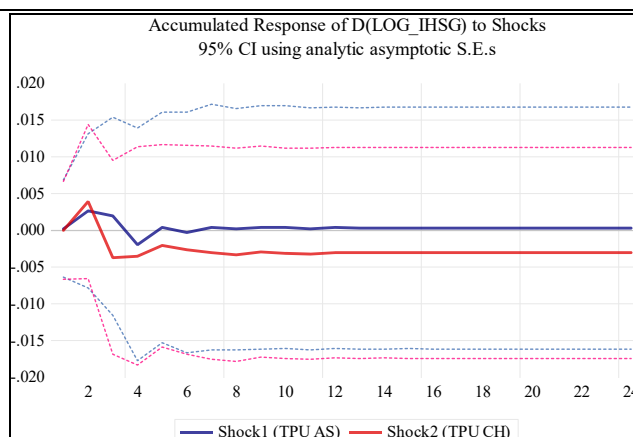
Hasil estimasi SVAR pada Tabel 5 menyajikan dua kelompok informasi utama, yaitu matriks A yang berisi koefisien hubungan kontemporer antar variabel endogen, dan matriks B yang berisi standar deviasi guncangan struktural (*structural shocks*) masing-masing variabel. Koefisien dalam matriks A mencerminkan pengaruh dalam periode yang sama (kontemporer) dari suatu variabel terhadap variabel lainnya.

Dari matriks A, terlihat bahwa sebagian besar koefisien hubungan kontemporer antar variabel eksternal (TPU AS dan TPU CH) terhadap variabel domestik menunjukkan nilai yang kecil dan tidak signifikan secara statistik pada derajat kepercayaan 95 persen, ditandai dengan nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam periode yang sama, guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan dari kedua negara tersebut belum langsung mentransmisikan dampaknya secara signifikan terhadap IHSG, nilai tukar, FDI, maupun ekspor Indonesia. Temuan ini konsisten dengan literasi ekonomi makro yang menyatakan bahwa transmisi guncangan eksternal ke perekonomian domestik umumnya memerlukan tenggat waktu tertentu (*time lag*) dan lebih terlihat dalam dinamika jangka pendek hingga menengah.

Hasil yang lebih menarik ditemukan pada hubungan kontemporer antar variabel domestik. Koefisien a_{43} sebesar 0,298746 dengan probabilitas 0,0000 menunjukkan bahwa IHSG memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai tukar Rupiah dalam periode yang sama. Hal ini mengonfirmasi adanya keterkaitan erat antara pasar saham dan pasar valuta asing di Indonesia, di mana penguatan IHSG cenderung diikuti oleh apresiasi Rupiah, kemungkinan disebabkan oleh aliran masuk modal asing yang tercermin secara simultan di kedua pasar tersebut. Sementara itu, koefisien hubungan kontemporer antar variabel domestik lainnya, seperti pengaruh IHSG terhadap FDI (a_{53}), pengaruh nilai tukar terhadap FDI (a_{54}), maupun pengaruh FDI terhadap ekspor (a_{65}), menunjukkan nilai yang tidak signifikan secara statistik. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam periode yang sama, interaksi antar sektor riil dan keuangan domestik belum cukup kuat untuk menghasilkan dampak yang terdeteksi secara statistik, dan kemungkinan besar memerlukan mekanisme transmisi yang lebih panjang.

Dari matriks B, diperoleh informasi mengenai standar deviasi guncangan struktural masing-masing variabel. Guncangan struktural TPU AS dan TPU CH tercatat memiliki standar deviasi yang cukup besar, masing-masing sebesar 0,657889 dan 0,696090, mengonfirmasi tingginya volatilitas eksternal yang menjadi sumber guncangan dalam sistem. Di sisi domestik, guncangan struktural IHSG tercatat sebesar 0,053497, nilai tukar sebesar 0,020577, FDI sebesar 0,183807, dan ekspor sebesar 0,078339. Variasi besaran standar deviasi ini mencerminkan tingkat volatilitas *shock* eksogen yang unik pada masing-masing variabel, di mana FDI tercatat sebagai variabel dengan guncangan struktural terbesar, mengindikasikan tingginya kerentanan arus investasi jangka panjang terhadap kejutan-kejutan yang tidak terduga di luar sistem.

Setelah estimasi SVAR, tahap selanjutnya adalah analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Analisis IRF bertujuan untuk melihat respons dinamis variabel IHSG, KURS, FDI, dan EKSPOR terhadap guncangan Ketidakpastian Kebijakan Perdagangan AS (TPU AS) dan Tiongkok (TPU CH), sementara FEVD digunakan untuk mengukur persentase kontribusi dari masing-masing guncangan tersebut. Kedua analisis ini diamati selama 24 periode (bulan), mengingat hasil estimasi menunjukkan bahwa fluktuasi respons telah konvergen dan komposisi varians mencapai titik keseimbangan setelah periode ke-20.



Sumber: Data Penelitian (2026)

Gambar 6. Grafik Impulse Response Function (IRF) IHSG

Hasil analisis *Impulse Response Function* (IRF) pada Gambar 6 menunjukkan bahwa guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan dari Amerika Serikat dan Tiongkok memberikan pola respons yang berbeda terhadap pergerakan IHSG, baik dalam durasi maupun persistensinya. Untuk memperjelas dinamika respons tersebut, berikut tabel yang menyajikan nilai numerik IRF IHSG pada periode-periode kunci.

Tabel 6.
Hasil Impulse Response Function (IRF) IHSG

Periode	Shock1 (TPU AS)	Shock2 (TPU CH)
1	0,000194	-2,75E-05
2	0,002550	0,003867
3	0,001870	-0,003736
4	-0,001970	-0,003530
5	0,000380	-0,002155
6	-0,000375	-0,002695
7	0,000373	-0,003102
8	0,000134	-0,003345
12	0,000303	-0,003092
13	0,000205	-0,003114
24	0,000263	-0,003121

Sumber: Data Penelitian, 2026

Berdasarkan Tabel 6, respons IHSG terhadap guncangan TPU AS bersifat temporer dan bergejolak hanya di jangka pendek, di mana pasar mencapai respons positif tertinggi pada periode ke-2 (0,00255) sebelum berbalik arah menjadi negatif pada periode ke-4 (-0,00197), kemudian menghilang dan stabil mendekati titik keseimbangan sejak periode ke-5 hingga akhir pengamatan. Sebaliknya, guncangan TPU Tiongkok menunjukkan pola yang lebih volatil di awal dengan lonjakan positif signifikan di periode ke-2 (0,00386) yang langsung diikuti kontraksi tajam hingga titik terendah di periode ke-3 (-0,00373), dan yang lebih penting, dampaknya tidak sepenuhnya hilang karena IHSG konsisten berada di zona respons negatif sejak periode ke-5 hingga akhir periode pengamatan, mengindikasikan bahwa ketidakpastian dari Tiongkok menimbulkan sentimen kehati-hatian yang lebih persisten di kalangan investor dibandingkan guncangan dari AS.

Reaksi cepat IHSG terhadap guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan mendukung Hipotesis Pasar Efisien, di mana harga aset keuangan segera menyesuaikan diri terhadap informasi baru yang masuk. Dalam perspektif Teori Sinyal, peningkatan indeks ketidakpastian dipersepsikan sebagai sinyal negatif (*bad news*) mengenai prospek pertumbuhan ekonomi global dan profitabilitas emiten, yang memicu pesimisme investor dan aksi jual saham untuk mengamankan nilai aset. Dominasi dampak

guncangan Tiongkok semakin diperkuat oleh fenomena penularan keuangan (*contagion effect*), di mana investor global memandang pasar Asia sebagai satu kelas aset yang berkorelasi sehingga peningkatan risiko di Tiongkok mendorong penarikan dana dari seluruh kawasan, mengeringkan likuiditas dan menekan IHSG, menegaskan posisi pasar modal sebagai indikator utama yang paling awal mendeteksi tekanan ekonomi akibat ketidakpastian global.

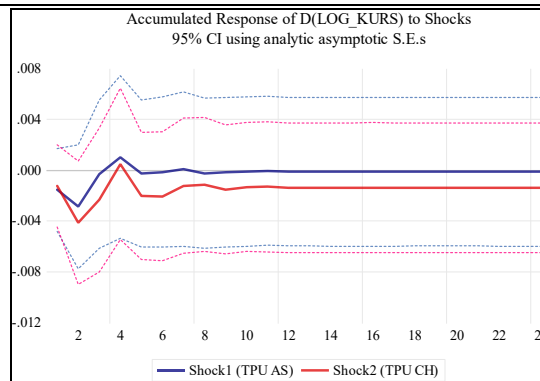
Tabel 7.
Hasil Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) IHSG

<i>Periode</i>	<i>S.E.</i>	<i>Shock1 (TPU AS)</i>	<i>Shock2 (TPU CH)</i>	<i>Shock3 (IHSG)</i>	<i>Shock4 (KURS)</i>	<i>Shock5 (FDI)</i>	<i>Shock6 (EKSPOR)</i>
1	0,657889	0,001320	2,65E-05	99,99865	0,000000	0,000000	0,000000
2	0,750856	0,185843	0,504826	99,14296	0,114111	0,044786	0,007477
3	0,755036	0,195326	2,357305	96,40385	0,439297	0,049795	0,554428
6	0,781416	0,835821	2,337799	93,80652	1,170386	0,232362	1,617115
12	0,783672	0,858475	2,347954	93,68885	1,175152	0,285514	1,644050
18	0,783705	0,858901	2,347937	93,68591	1,175249	0,287220	1,644787
24	0,783706	0,858906	2,347940	93,68572	1,175249	0,287387	1,644794

Sumber: Data Penelitian, 2026

Hasil analisis dekomposisi varians pada Tabel 7 menunjukkan bahwa fluktuasi IHSG dalam jangka panjang masih sangat didominasi oleh guncangan internal pasar saham itu sendiri (*own shock*), dengan kontribusi yang konsisten di atas 93,68 persen hingga akhir periode pengamatan. Temuan ini mengindikasikan bahwa volatilitas IHSG lebih banyak digerakkan oleh faktor-faktor fundamental domestik dan perilaku investor di pasar modal Indonesia, dibandingkan oleh guncangan eksternal. Di antara kedua sumber eksternal, guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan Tiongkok memberikan kontribusi yang lebih besar (sekitar 2,35 persen) dibandingkan guncangan dari Amerika Serikat (sekitar 0,86 persen). Hal ini mengonfirmasi bahwa sebagai bagian dari kawasan Asia, pasar saham Indonesia lebih sensitif terhadap sentimen regional yang berasal dari Tiongkok. Sementara itu, variabel makroekonomi domestik lainnya seperti nilai tukar, FDI, dan ekspor secara kolektif hanya memberikan kontribusi sekitar 3-4 persen, menunjukkan bahwa transmisi dari sektor riil ke pasar keuangan terjadi melalui mekanisme yang tidak langsung dan memerlukan waktu yang lebih panjang.

Temuan penelitian ini didukung oleh penelitian He *et al.* (2021) tentang konflik dagang AS-Tiongkok menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan perdagangan (TPU) memiliki efek heterogen terhadap pasar saham, di mana guncangan TPU Tiongkok berdampak negatif terhadap pasar saham Tiongkok dan efek ini semakin meningkat setelah pemilihan Trump, mencerminkan bagaimana negara yang menjadi penerima pasif (resipien) dari guncangan kebijakan akan mengalami dampak negatif yang lebih persisten. Hal ini sejalan dengan temuan Oktavian & Prasetyo (2023) yang menguji pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi AS dan Tiongkok terhadap pasar saham Indonesia menggunakan metode SVECM, di mana hasil analisis *impulse response function* menunjukkan bahwa IHSG merespons negatif guncangan ketidakpastian kebijakan kedua negara tersebut, dengan sensitivitas yang lebih tinggi terhadap guncangan dari Tiongkok.



Sumber: Data Penelitian (2026)

Gambar 7. Grafik Impulse Response Function (IRF) Kurs (IDR/USD)

Hasil analisis *Impulse Response Function* (IRF) pada Gambar 7 menunjukkan bahwa guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan dari Amerika Serikat dan Tiongkok secara konsisten mendorong apresiasi Rupiah di awal periode, namun dengan pola dan persistensi yang berbeda. Temuan ini diperjelas melalui hasil IRF dalam bentuk tabel sebagai berikut.

Tabel 8.
Hasil Impulse Response Function (IRF) Kurs (IDR/USD)

Periode	Shock1 (TPU AS)	Shock2 (TPU CH)
1	-0,001559	-0,001244
2	-0,002881	-0,004121
3	-0,000326	-0,002342
4	0,001032	0,000496
5	-0,000260	-0,002038
6	-0,000144	-0,002051
7	7,81E-05	-0,001223
8	-0,000252	-0,001133
9	-0,000157	-0,001524
10	-0,000120	-0,001323
11	-4,96E-05	-0,001314
12	-0,000117	-0,001389
24	-0,000117	-0,001374

Sumber: Data Penelitian, 2026

Pada Tabel 8 dapat ditemukan bahwa respons KURS terhadap guncangan TPU AS bersifat fluktuatif namun temporer, di mana Rupiah mengalami apresiasi terdalam pada periode ke-2 (-0,002881) sebelum berbalik arah menjadi depresiasi tipis pada periode ke-4 (0,001032). Memasuki jangka menengah hingga panjang (periode 5-24), respons terhadap guncangan AS menunjukkan konvergensi kuat menuju titik keseimbangan dengan nilai mendekati nol (-0,000117), mengindikasikan bahwa dampaknya hanya sementara dan tidak mengganggu stabilitas nilai tukar dalam jangka panjang. Sebaliknya, guncangan TPU Tiongkok memberikan dampak yang lebih dalam dan persisten, tercermin dari respons apresiasi yang lebih besar pada periode ke-2 (-0,004121) serta stabilitas di zona negatif berkisar -0,0013 hingga -0,0014 hingga akhir periode pengamatan, mengindikasikan bahwa ketidakpastian dari Tiongkok menciptakan tekanan apresiasi yang lebih berkelanjutan terhadap Rupiah dibandingkan guncangan dari AS.

Respons apresiasi Rupiah yang persisten terhadap guncangan ketidakpastian perdagangan Tiongkok dapat dijelaskan melalui Pendekatan Neraca Perdagangan, di mana peningkatan kinerja ekspor Indonesia akibat efek substitusi dari ketidakpastian di Tiongkok mendorong melimpahnya pasokan valuta asing di pasar domestik, yang pada gilirannya memperkuat nilai tukar Rupiah. Sementara

itu, apresiasi Rupiah terhadap guncangan ketidakpastian dari Amerika Serikat, meskipun bersifat lebih sementara, mengindikasikan fenomena pelemahan dollar global di mana peningkatan TPU AS dipersepsikan sebagai risiko bagi pertumbuhan ekonomi Amerika sehingga menurunkan Indeks Dolar (DXY). Namun, karena penguatan ini tidak didukung oleh fundamental aliran modal jangka panjang seperti FDI dan IHSG yang merespons negatif, apresiasi Rupiah terhadap guncangan AS cenderung tidak bertahan lama dan kembali ke titik keseimbangan dengan cepat.

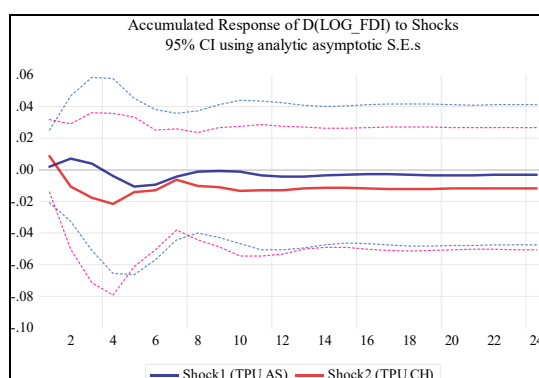
Tabel 9.
Hasil Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) Kurs (IDR/USD)

Periode	S.E.	Shock1 (TPU AS)	Shock2 (TPU CH)	Shock3 (IHSG)	Shock4 (KURS)	Shock5 (FDI)	Shock6 (EKSPOR)
1	0,698055	0,355773	0,226793	37,40815	62,00929	0,000000	0,000000
2	0,833197	0,567246	1,333837	39,01009	58,21017	0,114327	0,764324
3	0,840518	1,408707	1,708983	38,25735	57,49340	0,115238	1,016326
6	0,866875	1,793714	3,461833	37,24732	55,11108	0,789253	1,596792
12	0,868279	1,807849	3,557903	37,13773	54,87231	0,962880	1,661327
18	0,868311	1,807882	3,557899	37,13585	54,87008	0,966469	1,661824
24	0,868311	1,807880	3,557904	37,13574	54,86993	0,966699	1,661847

Sumber: Data Penelitian, 2026

Hasil dekomposisi varians pada Tabel 9 mengungkapkan bahwa nilai tukar Rupiah memiliki karakteristik yang cukup otonom, di mana guncangan internal mendominasi fluktuasinya dengan kontribusi sekitar 54,87 persen pada akhir periode. Meskipun demikian, porsi ini jauh lebih rendah dibandingkan *own shock* pada IHSG, mengindikasikan bahwa nilai tukar lebih terbuka terhadap pengaruh eksternal dan variabel makroekonomi lainnya. Menariknya, IHSG terbukti menjadi determinan penting kedua setelah *own shock*, dengan kontribusi mencapai 37,14 persen dalam menjelaskan volatilitas nilai tukar. Hal ini mengonfirmasi eratnya keterkaitan antara pasar saham dan pasar valuta asing di Indonesia, di mana gejolak di pasar modal cepat merambat ke nilai tukar melalui jalur aliran modal portofolio. Dari sisi eksternal, guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan Tiongkok memberikan kontribusi yang lebih besar (3,56 persen) dibandingkan Amerika Serikat (1,81 persen), memperkuat bukti bahwa dinamika perdagangan Tiongkok lebih dominan dalam memengaruhi stabilitas nilai tukar Rupiah dibandingkan guncangan dari Amerika Serikat.

Temuan ini menunjukkan bahwa dalam konteks ketidakpastian kebijakan perdagangan spesifik (perang dagang), nilai tukar Rupiah tidak selalu merespons dengan depresiasi, tetapi dapat mengalami penguatan jika didukung oleh perbaikan fundamental sektor riil (ekspor). Hasil penelitian didukung oleh temuan L. Chen *et al.* (2020) menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi Tiongkok berdampak positif dan signifikan pada seluruh kuantil volatilitas nilai tukar Yuan, namun efek yang ditimbulkan bersifat asimetris dan heterogen, di mana guncangan dari Tiongkok justru menghasilkan penguatan nilai tukar yang lebih persisten dibandingkan guncangan dari negara lain seperti Amerika Serikat.



Sumber: Data Penelitian (2026)

Gambar 8. Grafik Impulse Response Function (IRF) FDI

Hasil analisis IRF pada Gambar 8 menunjukkan bahwa guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan dari AS dan Tiongkok memberikan pola dampak negatif yang persisten terhadap arus masuk *Foreign Direct Investment* (FDI) Indonesia, meskipun dengan tingkat kedalaman yang berbeda. Temuan ini diperjelas melalui hasil IRF dalam bentuk tabel sebagai berikut.

Tabel 10.
Hasil Impulse Response Function (IRF) FDI

Periode	Shock1 (TPU AS)	Shock2 (TPU CH)
1	0,001953	0,008589
2	0,006900	-0,010682
3	0,003535	-0,017932
4	-0,004109	-0,021927
5	-0,010833	-0,014180
6	-0,009438	-0,012998
7	-0,004329	-0,006360
8	-0,001501	-0,010519
9	-0,000984	-0,011123
10	-0,001511	-0,013679
11	-0,003728	-0,013039
12	-0,004378	-0,013181
18	-0,003412	-0,012391
22	-0,003426	-0,011997
24	-0,003385	-0,012110

Sumber: Data Penelitian, 2026

Respons FDI terhadap guncangan TPU AS diawali dengan respons positif pada periode 1-2 seperti yang terlihat pada Tabel 10, dimana hal ini mencerminkan realisasi investasi terjadwal, namun kemudian berbalik arah menjadi negatif dan mencapai titik terendah pada periode ke-5 (-0,010833) sebelum akhirnya stabil di zona negatif dangkal berkisar -0,004 hingga -0,003 hingga akhir periode pengamatan. Sementara itu, guncangan TPU Tiongkok menunjukkan dampak yang lebih cepat dan dalam, di mana setelah respons positif di periode pertama (0,008589), FDI langsung jatuh ke zona negatif pada periode ke-2 dan mencapai titik terendah terdalam pada periode ke-4 (-0,021927), kemudian stabil di level negatif yang lebih persisten sekitar -0,012 hingga periode ke-24, mengindikasikan bahwa ketidakpastian dari Tiongkok menciptakan tekanan yang lebih berat dan berkelanjutan terhadap investasi asing langsung dibandingkan guncangan dari AS.

Dampak negatif yang persisten dari guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan terhadap FDI mengkonfirmasi postulat Teori Opsi Riil, di mana sifat investasi yang *irreversible* (sulit dibatalkan) mendorong investor multinasional mengadopsi strategi *wait and see* dengan menunda realisasi proyek di negara berkembang seperti Indonesia untuk menghindari risiko kerugian modal. Dominasi dampak negatif dari guncangan Tiongkok semakin memperkuat fenomena ini melalui lensa Paradigma Eklektik (OLI), khususnya pada aspek kerusakan Keunggulan Lokasi. Sebagai bagian integral dari jaringan produksi Asia yang berpusat di Tiongkok, ketidakpastian kebijakan di negara tersebut dipersepsikan sebagai risiko sistemik yang mengganggu kelancaran rantai pasok regional, sehingga mengurangi daya tarik Indonesia sebagai basis produksi pendukung dan mendorong investor global membatasi eksposur modal baru di kawasan Asia secara keseluruhan.

Tabel 11.
Hasil Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) FDI

Periode	S.E.	Shock1 (TPU AS)	Shock2 (TPU CH)	Shock3 (IHSG)	Shock4 (KURS)	Shock5 (FDI)	Shock6 (EKSPOR)
1	0,053498	0,011128	0,215302	0,810821	0,363791	98,59896	0,000000
2	0,054820	0,070218	1,105096	0,808595	0,759779	96,14118	1,115127

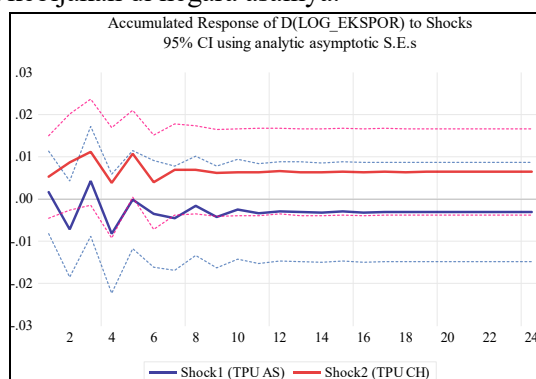
Respons Dinamis Sektor Keuangan dan Sektor Riil Indonesia Terhadap Guncangan Ketidakpastian Kebijakan Perdagangan AS-Tiongkok,
Frido Evindey Manihuruk & Muhammad Bukhori Dalimunthe

Periode	S.E.	Shock1 (TPU AS)	Shock2 (TPU CH)	Shock3 (IHSG)	Shock4 (KURS)	Shock5 (FDI)	Shock6 (EKSPOR)
3	0,055641	0,093635	1,176685	0,833266	0,723558	95,44658	1,726274
6	0,056718	0,289885	1,148210	1,083680	1,955550	93,66766	1,855012
12	0,056764	0,359627	1,250279	1,083188	2,077158	93,30859	1,921156
18	0,056765	0,361549	1,252934	1,082378	2,078665	93,29345	1,931020
24	0,056765	0,361654	1,252923	1,082344	2,078575	93,29323	1,931271

Sumber: Data Penelitian, 2026

Berdasarkan Tabel 11 pada variabel FDI, hasil dekomposisi varians mengungkapkan karakteristik yang sangat otonom dengan kontribusi guncangan internal (*own shock*) yang bertahan tinggi hingga 93,29 persen di akhir periode, mencerminkan sifat investasi langsung yang berjangka panjang dan *path-dependent* di mana realisasi investasi saat ini sangat bergantung pada komitmen proyek di masa lalu. Meskipun kontribusi eksternal relatif kecil, guncangan ketidakpastian dari Tiongkok (1,25 persen) terbukti memiliki kontribusi lebih besar dibandingkan Amerika Serikat (0,36 persen), mengonfirmasi perspektif integrasi rantai pasok regional di mana investor memandang Indonesia sebagai bagian dari jaringan produksi Asia yang berpusat di Tiongkok, sehingga stabilitas geopolitik regional memegang peranan lebih strategis dalam menarik minat investor asing.

Temuan ini konsisten dengan studi yang dilakukan oleh Inada & Jinji (2024) yang menganalisis dampak ketidakpastian kebijakan terhadap FDI Jepang menggunakan data mikro perusahaan. Studi tersebut menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan di negara tujuan memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap FDI, terutama dalam hal menghambat pendirian afiliasi baru (*extensive margin*), namun tidak selalu mendorong perusahaan yang sudah ada untuk keluar dari pasar. Penelitian Nguyen *et al.* (2025) juga menemukan bahwa peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi di negara asal secara signifikan menurunkan arus masuk investasi asing langsung (FDI) ke Vietnam. Efek negatif ini terjadi karena perusahaan cenderung menunda investasi yang mahal dan sulit dibatalkan saat menghadapi ketidakstabilan kebijakan di negara asalnya.



Sumber: Data Penelitian (2026)

Gambar 9. Grafik *Impulse Response Function* (IRF) Ekspor

Hasil analisis IRF pada Gambar 9 mengungkapkan pola respons ekspor Indonesia yang kontras terhadap guncangan ketidakpastian perdagangan dari Amerika Serikat dan Tiongkok. Dimana secara dominan ekspor Indonesia merespons TPU AS secara negatif dan TPU CH secara positif. Temuan ini diperjelas melalui hasil IRF dalam bentuk tabel sebagai berikut.

Tabel 12.
Hasil *Impulse Response Function* (IRF) Ekspor

Periode	Shock1 (TPU AS)	Shock2 (TPU CH)
1	0,001480	0,005178
2	-0,007256	0,008608
3	0,004121	0,011033
4	-0,008265	0,003774

<i>Periode</i>	<i>Shock1 (TPU AS)</i>	<i>Shock2 (TPU CH)</i>
5	-0,000219	0,010633
6	-0,003618	0,003899
7	-0,004697	0,006863
8	-0,001687	0,006824
9	-0,004362	0,006094
10	-0,002529	0,006307
11	-0,003486	0,006259
12	-0,003067	0,006538
18	-0,003171	0,006319
24	-0,003164	0,006344

Sumber: Data Penelitian, 2026

Pada Tabel 12 menunjukkan respons ekspor terhadap guncangan TPU AS memiliki volatilitas tinggi di jangka pendek dengan fluktuasi tajam antara zona positif dan negatif, dimana mencapai titik terendah terdalam pada periode ke-4 (-0,008265), sebelum akhirnya menemukan titik keseimbangan baru yang stabil di zona negatif sekitar -0,0030 hingga akhir periode pengamatan, mengindikasikan bahwa ketidakpastian AS cenderung menekan kinerja ekspor dalam jangka panjang. Sebaliknya, guncangan TPU Tiongkok justru memberikan dampak positif yang persisten terhadap ekspor Indonesia, dimulai dari respons positif sejak periode pertama (0,005178) yang terus meningkat hingga puncaknya di periode ke-3 (0,011033), dan setelah melalui fase stabilisasi sejak periode ke-12, respons bertahan di zona positif sekitar 0,0065 hingga akhir periode ke-24, mengindikasikan bahwa ketidakpastian di Tiongkok berpotensi mendorong diversifikasi pasar atau peningkatan daya saing ekspor Indonesia di pasar global.

Penurunan ekspor akibat guncangan ketidakpastian dari Amerika Serikat dapat dijelaskan melalui perspektif Teori Opsi Riil dan Teori Biaya Hangus, di mana kebutuhan biaya awal yang besar dan tidak dapat ditarik kembali (*sunk cost*) untuk memasuki pasar AS membuat nilai *option to wait* menjadi lebih berharga bagi eksportir Indonesia, sehingga mereka cenderung menunda pengiriman hingga ketidakpastian mereda, sekaligus mengonfirmasi Model Melitz bahwa ketidakpastian menaikkan ambang batas produktivitas. Fenomena ini tercermin secara riil dalam perilaku eksportir nasional yang mulai mengalihkan fokus pasar mereka ke negara-negara tujuan alternatif, termasuk Tiongkok, ketika kebijakan tarif AS meningkat dan permintaan di pasar Amerika melemah.

Sebaliknya, respons positif ekspor terhadap guncangan Tiongkok merupakan fenomena Pengalihan Perdagangan (*trade diversion*), di mana ketegangan dagang global mendorong importir internasional, termasuk dari AS sendiri dan negara ketiga, untuk mencari alternatif rantai pasok yang lebih stabil dan tidak terkena bea masuk tinggi. Dalam konteks ini, Indonesia berperan sebagai negara pengamat (*bystander*) yang diuntungkan karena produk-produknya menjadi substitusi bagi produk Tiongkok di pasar global. Hal ini juga didukung oleh data ekspor non-migas Indonesia ke Tiongkok melonjak signifikan dari sekitar 13,9% pada 2017 menjadi 25,6% pada 2023, di mana komoditas besi, baja, dan nikel menjadi motor utama pengalihan pasar tersebut. Realokasi rantai pasok ini terlihat dari juga dari meningkatnya permintaan terhadap komoditas dan produk manufaktur Indonesia selama periode eskalasi perang dagang, terutama ketika importir AS menghindari ketergantungan berlebih pada Tiongkok dan beralih ke negara-negara Asia Tenggara (BPS, 2025). Dengan demikian, ketika ketidakpastian meningkat di AS, pelaku usaha justru memandang Tiongkok sebagai alternatif pasar yang lebih prospektif, sementara ketika guncangan berasal dari Tiongkok, Indonesia justru diposisikan sebagai destinasi relokasi produksi yang menarik.

Tabel 13.
Hasil Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) Ekspor

<i>Periode</i>	<i>S.E.</i>	<i>Shock1 (TPU AS)</i>	<i>Shock2 (TPU CH)</i>	<i>Shock3 (IHSG)</i>	<i>Shock4 (KURS)</i>	<i>Shock5 (FDI)</i>	<i>Shock6 (EKSPOR)</i>
1	0,026131	0,035075	0,429610	0,389357	0,152354	0,676868	98,31674

<i>Periode</i>	<i>S.E.</i>	<i>Shock1 (TPU AS)</i>	<i>Shock2 (TPU CH)</i>	<i>Shock3 (IHSG)</i>	<i>Shock4 (KURS)</i>	<i>Shock5 (FDI)</i>	<i>Shock6 (EKSPOR)</i>
2	0,027140	0,949902	0,466855	1,879895	1,495673	1,078613	94,12906
3	0,027571	2,348379	0,502189	1,869453	5,745888	1,008398	88,52569
6	0,028168	4,516132	1,956328	5,555415	5,984828	1,044278	80,94302
12	0,028232	4,701003	2,036319	5,554286	5,972224	1,064765	80,67140
18	0,028233	4,702478	2,037522	5,554469	5,973827	1,064878	80,66683
24	0,028233	4,702507	2,037540	5,554474	5,973822	1,064897	80,66676

Sumber: Data Penelitian, 2026

Hasil analisis dekomposisi varians ekspor pada Tabel 13 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan Amerika Serikat memberikan kontribusi yang lebih dominan terhadap fluktuasi ekspor Indonesia (4,70 persen) dibandingkan guncangan dari Tiongkok (2,04 persen), mengindikasikan bahwa struktur ekspor Indonesia secara fundamental lebih rentan terhadap gejolak kebijakan dari pasar tradisional Barat yang dipersepsikan sebagai risiko sistemik terhadap permintaan global. Di sisi lain, kontribusi faktor internal mengalami penurunan signifikan dari 98,32 persen menjadi 80,67 persen seiring meningkatnya peran variabel makroekonomi domestik seperti Nilai Tukar Rupiah dan IHSG yang masing-masing berkontribusi sekitar 5-6 persen, menegaskan bahwa fluktuasi kinerja ekspor merupakan hasil interaksi kompleks antara ketidakpastian kebijakan AS dan daya saing harga serta sentimen bisnis domestik.

Secara keseluruhan, temuan ini membuktikan bahwa jalur transmisi ketidakpastian ke sektor perdagangan (ekspor) bekerja melalui dua mekanisme berbeda: efek penundaan investasi pada kasus AS dan efek substitusi pasar pada kasus Tiongkok. Pola respons yang kontras ini sejalan dengan temuan Amelia *et al.* (2025) yang menganalisis dampak ketidakpastian ekonomi global terhadap Indonesia. Studi tersebut menemukan bahwa hubungan antara ekspor Indonesia dan variabel makroekonomi lainnya bersifat dinamis dan fluktuatif dalam jangka pendek, namun cenderung mencapai keseimbangan dalam jangka menengah-panjang. Validitas respons positif ekspor dalam penelitian ini juga diperkuat dari temuan Choi & Nguyen (2023) yang menunjukkan bahwa perang dagang AS-Tiongkok berdampak positif bagi Vietnam. Vietnam mengalami peningkatan tajam dalam ekspor ke AS, terutama setelah putaran tarif ketiga terhadap barang-barang Tiongkok, karena produsen memindahkan rantai pasok dari Tiongkok ke Vietnam.

SIMPULAN DAN SARAN

Hasil analisis IRF membuktikan bahwa guncangan ketidakpastian kebijakan perdagangan berdampak signifikan dengan pola yang asimetris antar variabel dan antar sumber guncangan. Guncangan dari Tiongkok terbukti menimbulkan respons yang lebih persisten pada IHSG (kontraksi negatif jangka panjang) dan FDI (penurunan lebih dalam), sekaligus mendorong apresiasi Rupiah yang berkelanjutan melalui efek *trade diversion*. Sebaliknya, guncangan dari Amerika Serikat menghasilkan respons negatif yang lebih dominan pada ekspor, mengonfirmasi bahwa stabilitas permintaan pasar tradisional Barat tetap krusial bagi kinerja perdagangan riil Indonesia. Hasil analisis dekomposisi varians memperkuat temuan di mana guncangan Amerika Serikat lebih dominan menjelaskan fluktuasi ekspor (4,70 persen), sementara guncangan Tiongkok lebih berperan dalam variabilitas nilai tukar (3,56 persen), IHSG (2,35 persen), dan FDI (1,25 persen). Temuan ini mengonfirmasi hipotesis bahwa ketidakpastian kebijakan perdagangan global memengaruhi sektor keuangan dan sektor riil Indonesia melalui jalur yang berbeda. Sektor keuangan (IHSG dan Kurs) lebih terintegrasi dengan dinamika perdagangan Tiongkok, sementara pada sektor riil, ekspor lebih rentan terhadap gejolak kebijakan perdagangan AS dan FDI lebih rentan terhadap gejolak kebijakan perdagangan Tiongkok.

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam penggunaan data agregat nasional yang belum mampu menangkap heterogenitas respons antar sektor ekonomi, serta asumsi linearitas dalam model SVAR

yang tidak mengakomodasi kemungkinan respons asimetris ketika ketidakpastian meningkat versus menurun. Berdasarkan keterbatasan tersebut dan temuan empiris yang diperoleh, pemerintah disarankan mengoptimalkan peluang *trade diversion* melalui penguatan daya saing produk ekspor, memitigasi risiko *wait and see* investor dengan kepastian regulasi dan insentif fiskal, serta memperkuat koordinasi otoritas moneter dan keuangan dalam memantau arus modal portofolio untuk menjaga stabilitas nilai tukar. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan data sektoral, memperluas cakupan negara pembanding, serta menerapkan pendekatan non-linear untuk menangkap potensi asimetri respons dalam kondisi ketidakpastian yang berbeda.

REFERENSI

- Abed, R. El, Mighri, Z., & Hamouda, A. Ben. (2022). Does economic policy uncertainty affect exchange rate in China and Japan? Evidence from threshold cointegration with asymmetric adjustment. *International Journal of Economics and Financial*, 12(1), 28–36. <https://doi.org/10.32479/ijefi.11973>
- Aiyar, S., & Ilyina, A. (2023). Charting globalization's turn to slowbalization after global financial crisis. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/02/08/charting-globalizations-turn-to-slowbalization-after-global-financial-crisis>
- Amelia, D., Suliyanto, S., Nugraha, G. C., & Suyono, B. C. (2025). Analysis of global economic uncertainty impact on Indonesia's financial and trade volatility using Vector Error Correction Model With Exogenous Variables. *Barekeng: Jurnal Ilmu Matematika dan Terapan*, 19(4), 2963–2980. <https://doi.org/10.30598/barekengvol19iss4pp2963-2980>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bown, C. P. (2021). The US–China trade war and Phase One agreement. *Journal of Policy Modeling*, 43(4), 805–843. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2021.02.009>
- Bown, C. P. (2025). *US-China trade war tariffs: An up-to-date chart*. Peterson Institute for International Economics. <https://www.piie.com/research/piie-charts/2019/us-china-trade-war-tariffs-date-chart>
- BPS. (2025). Statistik Perdagangan Luar Negeri Indonesia Ekspor 2024, Buku I. In *Indonesia Foreign Trade Statistics Exports 2024, Book I* (Vol. 20). BPS-Statistics Indonesia. <https://www.bps.go.id>
- Cheema, M. A., Faff, R., & Szulczyk, K. R. (2022). The 2008 global financial crisis and COVID-19 pandemic: How safe are the safe haven assets? *International Review of Financial Analysis*, 83(February), 102316. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102316>
- Chen, L., Du, Z., & Hu, Z. (2020). Impact of economic policy uncertainty on exchange rate volatility of China. *Finance Research Letters*, 32(109), 101266. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.08.014>
- Choi, B., & Nguyen, T. L. (2023). Trade diversion effects of the US–China trade war on Vietnam. *Pacific Economic Review*, 28(4), 570–588. <https://doi.org/10.1111/1468-0106.12435>
- D'Ambrosio, A., & Lavoratori, K. (2025). Reshoring to survive? The other side of de-globalization. *Journal of Industrial and Business Economics*. <https://doi.org/10.1007/s40812-025-00342-7>
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2008). Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets (13811; *NBER Working Paper Series*). <http://www.nber.org/papers/w13811>
- Dixit, A. K., & Pindyck, R. S. (1994). *Investment under Uncertainty*. Princeton University Press.
- Fachri, I., Utomo, F. W., Putra, B. N., & Suhartono, G. M. (2025). Reaksi pasar keuangan Indonesia terhadap kebijakan ekonomi Donald Trump. *Judge: Jurnal Hukum*, 6(03), 369–378. <https://doi.org/10.54209/judge.v6i03.1458>
- Gong, H., Hassink, R., Foster, C., Hess, M., & Garretsen, H. (2022). Globalisation in reverse? Reconfiguring the geographies of value chains and production networks. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 15(2), 165–181. <https://doi.org/10.1093/cjres/rsac012>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2025). *Basic Econometrics* (7th ed.). McGraw-Hill.
- Gunnella, V., & Quaglietti, L. (2019). *The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201903_01~e589a502e5.en.html
- He, F., Lucey, B., & Wang, Z. (2021). Trade policy uncertainty and its impact on the stock market -evidence from China-US trade conflict. *Finance Research Letters*, 40(September), 101753. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101753>
- Hendrati, I. M., Esquivias, M. A., Perdana, P., Yuhertiana, I., & Rusdiyanto, R. (2024). US-China trade war on ASEAN region: oligopoly or systemic market structure? *Cogent Business & Management*, 11(1), 1–16. <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2306686>
- Ilahi, F. H. M., & Purnamasari, V. (2025). Ease of doing business dan instrumen moneter sebagai determinan FDI di Asean-5 dan Asia Timur. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 14(10), 1527–1540.

- <https://doi.org/10.24843/EEB.2025.v14.i10.p11>
- Inada, M., & Jinji, N. (2024). The impact of policy uncertainty on foreign direct investment: Micro-evidence from Japan's international investment agreements. *Review of International Economics*, 32(3), 934–957. <https://doi.org/10.1111/roie.12710>
- International Monetary Fund. (2024). Indonesia: 2024 Article IV consultation—press release; staff report; and statement by the executive director for Indonesia. In *IMF Country Report* (24/270). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/08/07/Indonesia-2024-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-551881>
- Kallianiotis, J. (2013). *Exchange Rates and International Financial Economics: History, Theories, and Practices*. Springer.
- Kilian, L., & Lütkepohl, H. (2017). *Structural Vector Autoregressive Analysis*. Cambridge University Press.
- Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. J. (2022). *International Economics: Theory & Policy* (12th ed.). Pearson Education.
- Leamer, E. E., & Levinsohn, J. (1994). *International Trade: Theory and Evidence* (4940; NBER Working Paper).
- Lepot, M., Aubin, J.-B., & Clemens, F. (2017). Interpolation in time series: An introductory overview of existing methods, their performance criteria and uncertainty assessment. *Water*, 9(10), 796. <https://doi.org/10.3390/w9100796>
- Mankiw, N. G. (2024). *Macroeconomics* (12th ed.). Worth Publishers.
- Melitz, M. J. (2003). The Impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity. *Econometrica*, 71(6), 1695–1725. <https://doi.org/10.1111/1468-0262.00467>
- Mishkin, F. S. (2022). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (13th ed.). Pearson Education.
- Nguyen, T. H., Nguyen, T. G., & Nguyen, C. C. (2025). Economic policy uncertainty and foreign direct investment: The role of social connectedness in Vietnam. *Economic Journal of Emerging Markets*, 70(1), 1–11. <https://doi.org/10.20885/ejem.vol17.iss1.art1>
- Oktaryani, G. A. S., Kusmayadi, I., Ahyar, M., & Prihatini, A. C. M. L. (2026). Overreaction terhadap pengumuman peluncuran indeks di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 15(01), 53–65. <https://doi.org/10.24843/EEB.2026.v15.i01.p05>
- Oktavian, R., & Prasetyo, A. S. (2023). Indonesian stock market reaction : Effects of uncertainty policy shocks in the United States and China. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 21(1), 69–86. <https://doi.org/10.29259/jep.v21i1.20658>
- Ouliaris, S., Pagan, A. R., & Restrepo, J. (2016). *Quantitative Macroeconomic Modeling with Structural Vector Autoregressions – An EViews Implementation*. EViews.
- Posta, P. Della. (2022). Global value chains and the slowing down of globalisation. *Perspectivas - Journal of Political Science*, 27, 62–76. <https://doi.org/10.21814/perspectivas.4564>
- Purwono, R., Heriqbalidi, U., Esquivias, M. A., & Mubin, M. K. (2021). The US-China Trade War: Spillover Effects on Indonesia and other Asian Countries. *Economics Bulletin*, 41(4), 2370–2385. <http://www.accesscon.com/Pubs/EB/2021/Volume41/EB-21-V41-I4-P205.pdf>
- Purwono, R., Heriqbalidi, U., Esquivias, M. A., & Mubin, M. K. (2022). The American–China trade war and spillover effects on value-added exports from Indonesia. *Sustainability*, 14(5), 3093. <https://doi.org/10.3390/su14053093>
- Schwartz, E. S., & Trigeorgis, L. (2004). *Real Options and Investment Under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions*. MIT Press.
- Setiawan, F., & Dasman, S. (2025). Determinants of Profitability: Evidence From Infrastructure Sector on Indonesia Stock Exchange. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 14(08), 1093–1106. <https://doi.org/10.24843/eeb.v14.i08.p01>
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Sui, H., Li, X., Raza, A., & Zhang, S. (2022). Impact of trade policy uncertainty on export products quality : new evidence by considering role of social capital. *Journal of Applied Economics*, 25(1), 997–1024. <https://doi.org/10.1080/15140326.2022.2087341>
- Villia, Y., Nirmala, T., Sitorus, H. H., & Ciptawaty, U. (2024). Analisis pengaruh nilai tukar riil efektif, perang dagang AS-Tiongkok dan Produk Domestik Bruto terhadap ekspor Indonesia Tahun 2015: M1–2021: M12. *Economics and Digital*, 5(1), 73–88. <https://ojs.stieamkop.ac.id/index.php/ecotal/article/view/978>
- Widyatama, E. (2025). *Kisah 2 Kekaisaran Ekonomi Dunia: 75 Tahun China Menantang Dominasi AS*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/research/20251027164606-128-679656/kisah-2-kekaisaran-ekonomi-dunia-75-tahun-china-menantang-dominasi-as>
- World Bank. (2023a). *Protectionism Is Failing to Achieve Its Goals and Threatens the Future of Critical Industries*. World Bank Group. <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2023/08/29/protectionism-is-failing-to-achieve-its-goals-and-threatens-the-future-of-critical-industries>
- World Bank. (2023b). *World Development Report 2023: Migrants, Destinies, and the Global Economy*. In *World Development Report*. World Bank Publications. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1916-2>
- Yan, H., Xiao, W., Deng, Q., & Xiong, S. (2022). Analysis of the impact of U.S. trade policy uncertainty on China based on Bayesian VAR Model. *Journal of Mathematics*. <https://doi.org/10.1155/2022/7124997>

-
- Zahoor, N., Wu, J., Khan, H., & Khan, Z. (2023). De-globalization, international trade protectionism, and the reconfigurations of Global Value Chains. *Management International Review*, 63(5), 823–859. <https://doi.org/10.1007/s11575-023-00522-4>
- Zhang, R., & Qu, Y. (2022). The Impact of U.S. trade policy uncertainty on the trade margins of China's export to the U.S. *Sustainability*, 14(15101), 1–16. <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/su142215101>