

HUBUNGAN INFLASI, SUKU BUNGA, DAN SURAT UTANG NEGARA DI INDONESIA

JURNAL ILMIAH

Disusun oleh :

**Frediek Mulawan
NIM 115020115111002**



**JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2014**

LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan judul :

HUBUNGAN INFLASI, SUKU BUNGA, DAN SURAT UTANG NEGARA DI INDONESIA

Yang disusun oleh :

Nama : Frediek Mulawan
NIM : 115020115111002
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Jurusan : S1 Ilmu Ekonomi

Bahwa artikel Jurnal tersebut dibuat sebagai *persyaratan ujian skripsi* yang dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 7 Agustus 2014

Malang, 7 Agustus 2014

Dosen Pembimbing,

Dr. Ghozali Maski, SE., MS.

NIP. 19580927 198601 1 002

Hubungan Inflasi, Suku Bunga, dan Surat Utang Negara di Indonesia

Frediek Mulawan

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya

Email: frediek@depkeu.go.id

ABSTRACT

This paper analyzes how variables response against any shocks of other variable and to determine the most influential variabel in shaping other variables. The analysis of Vector Autoregression (VAR) or Vector Error Correction Model (VECM) used in this study in particular the test Impulse Response Function (IRF) and test of Variance Decomposition (VDC) in answering this research problem. This study uses secondary data time series from the publications of Directorate General of Debt Management, Bank Indonesia, and BPS from January 2010 to December 2013. The results suggested that the inflation are the important variables in the economy of Indonesia. Inflation has very strong influence of other variables in the long run.

Keyword: surat utang negara, inflation, BI rate, and VECM

A. LATAR BELAKANG

Bangsa Indonesia telah melalui proses panjang yang menunjukkan proses ekonomi dan sosial yang tidak lancar. Dimulai dalam penjajahan bangsa Belanda yang berlangsung sangat lama. Selanjutnya pada masa penjajahan Jepang (1942-1945) dan jaman kemerdekaan yang dipimpin oleh Presiden Sukarno (1945-1966), bangsa Indonesia mengalami penderitaan ekonomi dan politik yang tidak stabil dan menghasilkan sebuah krisis ekonomi dan politik pada tahun 1965. Kemudian pada tahun 1966 terbentuk pemerintahan militer dibawah pimpinan Soeharto menjadikan stabilitas ekonomi dan politik Indonesia selama 3 dekade (1967-1996). Kemudian pada tahun 1997 sampai dengan 1998 terjadi krisis keuangan yang bertahan lebih lama daripada negara lain di wilayahnya dan mengarahkan kepada sisi gelap kekuatan perekonomian negara ini, yang membentuk korupsi, kolusi dan nepotisme. Indonesia secara pelan-pelan pulih dan per tahun 2004 berkembang menuju jalur pertumbuhan yang lebih tinggi dengan lembaga ekonomi, sosial dan politik yang lebih baik (Hossain, 2006).

Dalam proses pembangunan Indonesia tersebut memerlukan biaya yang sangat mahal. Biaya tersebut tidak dapat ditanggung semua oleh pemerintah Indonesia, sehingga dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) Indonesia terdapat pos pembiayaan. Pos tersebut untuk membiayai defisit anggaran yang timbul. Perkembangan posisi utang Indonesia hingga akhir Januari 2014 mencapai Rp 2.465 triliun. Utang tersebut berasal dari pinjaman langsung bilateral maupun multilateral dan penerbitan Surat Berharga Negara (SBN). Dari sisi bilateral, negara Jepang menjadi pemberi pinjaman terbesar yaitu sebesar Rp 261,21 triliun per 31 Januari 2014. Setelah itu kontribusi negara lain berturut-turut dari yang terbesar memberi pinjaman setelah Jepang adalah Perancis sebesar Rp 27,1 triliun, Jerman sebesar Rp 23,53 triliun. Sedangkan untuk pinjaman multilateral yang tercatat paling besar memberikan pinjaman kepada Indonesia adalah Bank Dunia yang pada akhir Januari mencapai Rp 164,4 triliun. Selanjutnya Asia Development Bank sebesar Rp 114,56 triliun. Dan posisi ketiga ditempati oleh Islamic Development Bank sebesar Rp 6,85 triliun. Pinjaman bilateral dan multilateral tersebut hanya sekitar 29 persen saja dari total utang pemerintah Indonesia. Sebagian besar sumber utang pemerintah Indonesia yang mencapai sekitar 71 persen berasal dari penerbitan Surat Berharga Negara (DJPU, 2014).

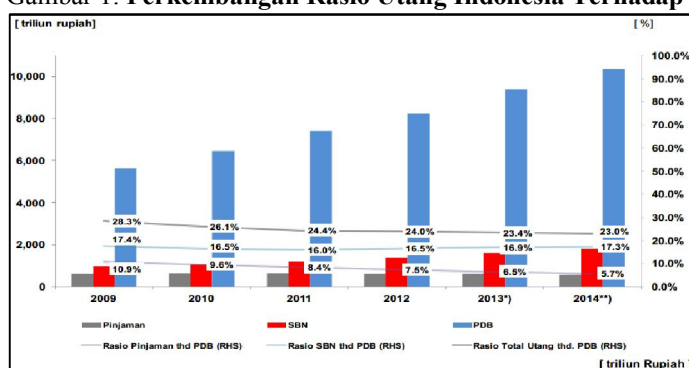
Surat Berharga Negara (SBN) tersebut dipasarkan dalam suatu pasar keuangan yang mempunyai tujuan untuk membantu pembangunan Indonesia dalam hal meningkatkan pemerataan, pertumbuhan, dan stabilitas ekonomi menuju kesejahteraan masyarakat Indonesia. Miskhin (2008: 31) mengemukakan bahwa fungsi utama pasar keuangan adalah mengalirkan dana dari penabung yang mempunyai dana berlebih kepada pembelanja yang dananya terbatas. Surat Berharga Negara (SBN) terdiri atas Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Menurut Sudirman (2011: 111), penerbitan SUN dalam pemerintahan Indonesia mempunyai potensi yang sangat besar untuk dikembangkan. Ketergantungan pembiayaan luar negeri yang

sangat sensitif terhadap naik turunnya nilai tukar mata uang dapat dikurangi dengan penerbitan SUN ini. Selain itu, SUN sebagai alat investasi yang bebas dari resiko gagal bayar, investor SUN mempunyai *potensial capital gain* apabila melakukan transaksi perdagangan di pasar sekunder.

Menurut Miskhin (2008: 4), jual-beli obligasi ataupun saham mempunyai peranan penting dalam mempromosikan efisiensi perekonomian melalui penyaluran dana dari pihak-pihak yang tidak mempunyai penggunaan produktif atas dana yang dimilikinya kepada pihak-pihak yang membutuhkan dana untuk digunakan secara lebih produktif. Kunci utama dalam menciptakan pertumbuhan ekonomi yang tinggi adalah memiliki pasar keuangan yang berjalan dengan baik.

Perkembangan pemerintah Indonesia dalam mengelola utang beberapa tahun terakhir apabila dilihat dari sudut pandang rasio utang terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), dapat dikatakan sukses dalam mengelola utangnya karena rasio utang terhadap PDB bergerak turun dari tahun ke tahun. Rasio utang terhadap PDB berturut-turut dari tahun 2009, tahun 2010, sampai tahun 2011 rata-rata turun sebesar 2% per tahun yaitu, 28,3% pada tahun 2009 kemudian turun menjadi 26,1% pada tahun 2010 dan 24,4% pada tahun 2011. Selanjutnya setiap tahun masih turun tapi tidak sampai 1%.

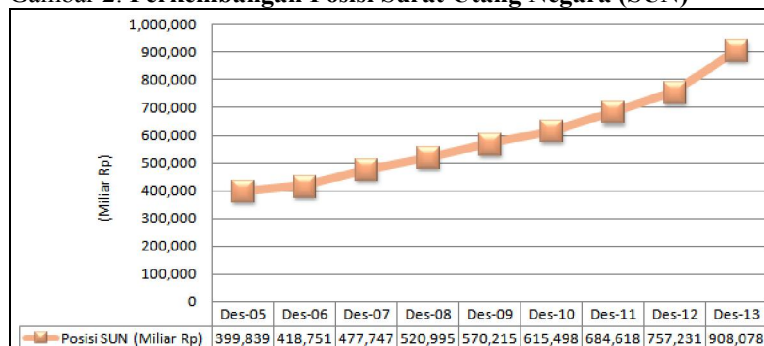
Gambar 1: Perkembangan Rasio Utang Indonesia Terhadap GDP



Sumber: DJPU, 2014

Dan dalam beberapa tahun terakhir posisi SUN sebagai bagian dari SBN juga mengalami peningkatan. Pada desember 2006 posisi SUN meningkat sejumlah 4,73%, selanjutnya meningkat signifikan sebesar 14,09% pada desember 2007. Desember 2008 mengalami peningkatan sebesar 9,05%, hampir sama dengan yang dialami tahun 2009 yaitu meningkat sebesar 9,45%, kemudian peningkatan sebesar 7,94% pada desember 2010. kemudian pada desember 2011, desember 2012 dan desember 2013 posisi SUN meningkat juga masing-masing sebesar 11,23%, 10,61% dan 19,92%. Peningkatan pertumbuhan SUN tersebut dapat dilihat dalam gambar di bawah ini.

Gambar 2: Perkembangan Posisi Surat Utang Negara (SUN)



Sumber: Bank Indonesia, 2014 (diolah)

Perkembangan SUN tersebut menunjukkan bahwa pemerintah Indonesia mulai fokus terhadap penerbitan obligasi SUN dalam hal pembiayaan defisit APBN yang selama ini merupakan sebagian beban pemerintah Indonesia. Negara Indonesia dalam beberapa tahun terakhir berupaya untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pembiayaan pembangunan negara Indonesia melalui mekanisme APBN karena penerbitan dengan penerbitan SUN kepada masyarakat

merupakan salah satu potensi pembiayaan untuk mengurangi beban dan resiko keuangan bagi negara Indonesia di masa yang akan datang. Pemerintah juga berusaha untuk mengurangi resiko terhadap fluktuasi nilai tukar dan fluktuasi tingkat bunga, sehingga penerbitan SUN diprioritaskan dalam mata uang rupiah. Pembiayaan defisit APBN melalui penerbitan SUN merupakan kebijakan pemerintah Indonesia yang sangat strategis karena pembiayaan yang berasal dari penerbitan SUN tersebut berupa jenis pembiayaan berkelanjutan dengan konsep *refinancing* (pembiayaan kembali). Jadi ketika SUN jatuh tempo pemerintah dapat menerbitkan obligasi baru untuk menutup atau membayar SUN yang sudah jatuh tempo (DJPU, 2014).

B. KAJIAN PUSTAKA

Pembiayaan APBN dengan Utang

Apabila perekonomian melambat dan terus menurun dalam jangka waktu yang panjang, maka akan terjadi depresi. Setelah itu, jika belanja konsumen mulai mengalami peningkatan, pengangguran mulai menurun jumlahnya, aktivitas bisnis dan perusahaan yang mencari tambahan pegawai untuk mencapai tingkat permintaan produksi yang meningkat sehingga dapat dikatakan sudah mengalami masa pemulihan (Boone & Kurtz, 2007: 122-124). Dalam siklus bisnis, perusahaan meningkatkan produksinya dengan menjual sahamnya di pasar saham. Saham perusahaan tersebut mempunyai tingkat pengembalian yang cenderung menurun atau bergerak naik tergantung investor dalam menentukan investasi dengan mempertimbangkan apakah return investasi memiliki kompensasi yang wajar dengan risikonya (Pontoh, 2010).

Tandelilin (2010: 338) menyatakan bahwa penanam modal perlu memperhatikan dividen dan *earning* yang diharapkan oleh perusahaan pada masa yang akan datang dalam menentukan nilai sahamnya. Ekspektasi jumlah besaran dividen dan *earning* tersebut mengandalkan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan. Prospek perusahaan sangat terpengaruh oleh keadaan seluruh perekonomian sehingga analisis penilaian saham oleh penanam modal juga harus memperhitungkan beberapa variabel ekonomi makro yang memengaruhi kemampuan perusahaan tersebut untuk mendapatkan keuntungan. Secara umum telah diketahui bahwa harga obligasi sangat tergantung oleh tingkat bunga yang berlaku, dan tingkat bunga tersebut akan dipengaruhi oleh perubahan ekonomi makro atau kebijakan ekonomi makro yang ditetapkan pemerintah. Sedangkan pada sudut pandang yang lain, harga saham dijadikan acuan sebagai harapan investor terhadap faktor-faktor *earning*, aliran kas dan tingkat return yang disyaratkan oleh investor, dimana faktor-faktor tersebut juga sangat dipengaruhi oleh kinerja ekonomi makro.

Mankiw (2006: 485), sebenarnya pasar saham yang sering berubah dapat memberi tahu kita tanda-tanda yang salah tentang yang akan terjadi selanjutnya dalam perekonomian. Kita seharusnya memperhatikan keterkaitan antara pasar saham dan perekonomian, karena seringkali perubahan pasar saham merupakan cerminan perubahan-perubahan dalam Produk Domestik Bruto. Sehingga apabila pasar saham mengalami penurunan yang berarti, maka wajar apabila muncul perasaan khawatir bahwa akan terjadi resesi.

Menurut Hyman (1999: 466) dalam bukunya, bahwa meminjam adalah pilihan selain memungut pajak sebagai alat untuk membiayai pengeluaran pemerintah. Apabila pemerintah mengalami kelebihan pengeluaran daripada penerimaannya yang didapat dari pajak ataupun retribusi maka pemerintah memberlakukan anggaran defisit. Dari sudut pandang pembiayaan publik, menggunakan pinjaman untuk membiayai pengeluaran pemerintah mengakibatkan pajak yang berlaku lebih rendah kepada masyarakat pada tahun defisit terjadi, tetapi porsi pendapatan pajak dimasa depan yang lebih besar digunakan untuk membayar bunga pinjaman daripada untuk menyediakan jasa pemerintahan. Jika anggaran defisit berlangsung dalam waktu bertahun-tahun, maka akan terjadi pergeseran beban pajak dari barang dan jasa pemerintah yang yang dinikmati generasi wajib pajak sekarang kepada wajib pajak generasi mendatang. Defisit juga dapat mengurangi standar hidup generasi mendatang dengan mengurangi investasi industrialisasi dan menurunkan pertumbuhan ekonomi.

Negara Indonesia melaksanakan anggaran defisit, sehingga dalam APBN terdapat pos pembiayaan. Utang merupakan bagian dari kebijakan fiskal bangsa Indonesia untuk menciptakan membuka lapangan kerja, mengurangi kemiskinan dan memperkuat pertumbuhan ekonomi, serta menciptakan keamanan. Dalam pengelolaannya diutamakan agar mendapatkan sumber pembiayaan dengan biaya dan resiko rendah, jangka panjang, dan tidak ada ikatan politik. Jenis utang Indonesia dalam pembiayaan APBN dibedakan menjadi pinjaman dan Surat Berharga Negara (SBN). Dalam perkembangannya, SBN selalu lebih besar daripada jumlah pinjaman yang

dilakukan oleh pemerintah Indonesia dan SUN merupakan sebagian besar dari SBN tersebut, (DJPU, 2014).

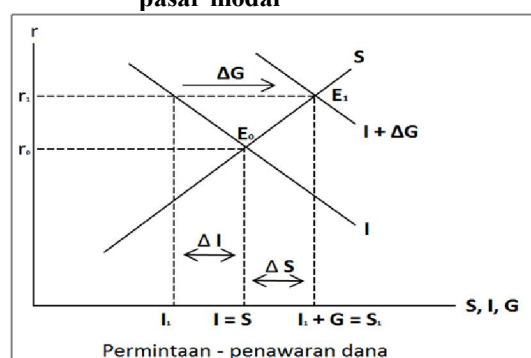
Berdasarkan Undang-undang Republik Indonesia Nomor 24 tahun 2002, Surat Utang Negara adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya. SUN diperjual-belikan di pasar perdana (kegiatan jual-beli SUN untuk pertama kalinya) dan pasar sekunder (kegiatan jual-beli SUN yang telah terjual di pasar perdana). Setiap penerbitan SUN harus mencantumkan nilai nominal, tanggal jatuh tempo, tanggal pembayaran bunga, tingkat bunga (kupon), frekuensi pembayaran bunga, cara perhitungan pembayaran bunga, ketentuan tentang hak untuk membeli kembali SUN sebelum jatuh tempo, dan ketentuan tentang pengalihan kepemilikan. Secara umum SUN dapat dibedakan menjadi dua: Surat Perbendaharaan Negara (SPN), yaitu SUN dengan jatuh tempo sampai 12 bulan dengan pembayaran bunga secara diskonto dan Obligasi Negara (ON) yang merupakan SUN dengan jatuh tempo lebih dari 12 bulan baik dengan kupon atau tanpa kupon. ON tanpa kupon akan dijual pada harga diskon (harga dibawah harga nominal) karena tidak ada jadwal pembayaran kupon periodik dan pokoknya akan dilunasi pada saat jatuh tempo. ON dengan kupon memiliki jadwal pembayaran kupon secara periodik. ON berdasarkan tingkat kuponnya dibedakan menjadi Obligasi Berbunga Tetap (*Fixed Rate Bonds*), yaitu obligasi dengan tingkat bunga tetap setiap periode pembayarannya dan Obligasi Berbunga Mengambang (*Variable Rate Bonds*), yaitu obligasi dengan tingkat bunga mengambang yang menyesuaikan suatu acuan tertentu seperti tingkat bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia). Selain itu terdapat Obligasi Negara yang dijual kepada individu atau perorangan melalui agen penjual dengan tingkat bunga tetap yang ditentukan ketika lelang, yaitu Obligasi Ritel Indonesia (ORI). Apabila diklasifikasikan berdasarkan kepemilikan maka ON terdiri atas ON milik Bank Pemerintah (BP), ON milik Bank Swasta Nasional (BSN), ON milik Bank Campuran (BC), ON milik Bank Asing (BA), ON milik Bank Pembangunan Daerah (BPD), ON milik Bank Indonesia, ON milik Nasabah, dan ON milik Institusi Lainnya. Sedangkan SPN apabila diklasifikasikan berdasarkan kepemilikan terdiri atas SPN milik Bank Pemerintah (BP), SPN milik Bank Swasta Nasional (BSN), SPN milik Bank Campuran (BC), SPN milik Bank Asing (BA), SPN milik Bank Pembangunan Daerah (BPD), SPN milik Bank Indonesia, dan SPN milik Nasabah (DJPU, 2014). Pemegang SUN dapat mengalami *capital gain/loss*. *Capital gain* dipastikan akan diperoleh apabila *investor* membeli SUN pada harga *discount* dan menahannya sampai SUN tersebut jatuh tempo. Pemerintah selaku penerbit SUN akan selalu membayar pada jatuh tempo sebesar nilai par-nya. Keadaan sebaliknya (*capital loss*) akan terjadi bila *investor* membelinya pada harga *at premium* (harga jual diatas harga nominalnya).

Masalah dan penyebab inflasi dalam perekonomian masa sekarang ini disebabkan oleh berbagai macam faktor, tidak hanya disebabkan oleh penawaran yang berlebihan atas uang tetapi dapat juga oleh faktor lain seperti kondisi politik yang tidak stabil, depresiasi rupiah, kenaikan gaji, ataupun terpengaruh oleh inflasi di luar negeri. Menurut Sukirno (2005: 12), inflasi dapat dibedakan menjadi tiga berdasarkan sumber penyebabnya yaitu, *demand-pull inflation*, *cost-push inflation*, dan *imported inflation*. *Demand-pull inflation* merupakan inflasi yang terjadi karena adanya ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran barang dalam perekonomian. Meskipun permintaan meningkat pesat, masyarakat tidak dapat dengan mendadak menaikkan produksi barang-barang karena jika permintaan meningkat pesat misalnya sebagai akibat pertambahan uang yang berlebihan maka inflasi akan terjadi. *Cost-push inflation* biasanya terjadi apabila kegiatan ekonomi telah mencapai titik kesempatan kerja penuh. Dalam kondisi ini perusahaan-perusahaan beroperasi maksimal dan tingkat pengangguran yang sangat rendah. Dengan kondisi demikian tenaga kerja cenderung menuntut gaji yang lebih tinggi sehingga meningkatkan biaya produksi. Peningkatan biaya produksi disebabkan oleh berbagai faktor lainnya juga yang akhirnya mendorong menaikkan harga barang produksinya dan akhirnya menimbulkan inflasi. Sedangkan *Imported inflation* mulai terkenal tahun 1970an. Ekonomi dunia dilanda inflasi yang bersumber dari kenaikan harga minyak sampai tiga kali lipat yang dilakukan oleh negara-negara produsen minyak di Timur Tengah. Karena sebagai negara pengeksport minyak terbesar di dunia dan minyak petroleum sumber energi yang sangat dibutuhkan industri-industri di berbagai negara Barat, maka biaya produksi tiba-tiba meningkat terus menerus hingga terjadilah inflasi. Milton Friedman dalam Mishkin (2009: 347) menegaskan bahwa terjadinya inflasi selalu dan di mana pun merupakan fenomena moneter. Tingkat pertumbuhan uang beredar yang tinggi mengakibatkan terjadinya inflasi yang tinggi. Menurut Mishkin (2009), suatu defisit yang menyebabkan timbulnya utang dapat menjadi awalnya terjadi inflasi yang berkelanjutan hanya

apabila pemerintah menerapkan defisit secara terus-menerus dan tidak sementara dan juga bila pemerintah membiayainya dengan mencetak uang daripada menerbitkan obligasi.

Utang (SUN) adalah sekuritas utang yang memberikan janji pembayarannya secara berkala pada waktu tertentu. Perusahaan maupun pemerintah dapat dimungkinkan untuk meminjam dan membiayai pengeluarannya karena adanya pasar obligasi, sehingga pasar obligasi tersebut mempunyai peran yang sangat penting dalam perekonomian. Suku bunga merupakan biaya dari meminjam atau dapat disebut juga harga yang dikeluarkan untuk mendapatkan dana pinjaman tersebut. Dengan tingkat suku bunga, pemerintah dapat mengendalikan perilaku konsumen. Karena dengan suku bunga yang tinggi, maka pada tingkatan individu masyarakat enggan untuk membeli rumah maupun mobil karena biaya yang tinggi. Sebaliknya, dengan suku bunga yang tinggi akan mengajak masyarakat untuk menabung karena dengan menempatkan sebagian pendapatan, maka akan mendapatkan pendapatan bunga yang lebih banyak. Dalam perekonomian secara keseluruhan, suku bunga tidak hanya dapat memengaruhi kemauan masyarakat untuk mengonsumsi atau menabung, tetapi juga keputusan-keputusan investasi usaha (Miskhin, 2008: 4). Dalam Sukirno (2005: 86), hubungan tingkat suku bunga dan utang dapat digambarkan dengan kebijakan fiskal pemerintah yang memilih untuk membiayai defisit anggarannya dengan meminjam dana dari pasar modal atau masyarakat daripada meminjam dari bank sentral yang artinya dengan mencetak uang. Untuk mengetahui efek pertambahan pengeluaran pemerintah yang dibiayai oleh pinjaman dari pasar modal atau masyarakat perhatikan gambar di bawah ini.

Gambar 3: Efek Pertambahan Pengeluaran Pemerintah yang Dibiayai oleh Pinjaman dari pasar modal

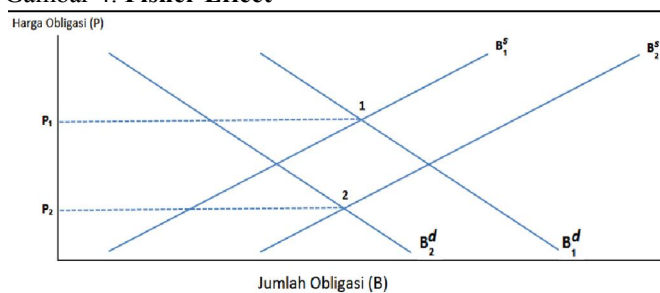


Sumber: Sukirno, 2005

Apabila pemerintah menambah pengeluarannya dengan meminjam dana dari pasar modal yaitu menerbitkan obligasi maka akan menyebabkan kurva permintaan dana modal bergeser dari I ke $I + \Delta G$. Perubahan tersebut tidak memengaruhi keinginan menabung sehingga kurva S (tabungan yang ditawarkan) tetap dan tidak bergeser. Kemudian terbentuklah keseimbangan yang baru pada pasar modal dari E_0 menjadi E_1 . Keseimbangan yang baru tersebut juga menggeser tingkat suku bunga yang sebelumnya berada di titik r_0 menjadi r_1 dan jumlah dana yang dipinjamkan menjadi $I + \Delta G$. Dengan tingkat suku bunga yang naik dan peningkatan pengeluaran pemerintah tersebut maka investasi perusahaan merosot dari I menuju ke I_1 dan peningkatan pengeluaran pemerintah dari G menjadi $G + \Delta G$.

Tingkat inflasi merupakan faktor yang dapat digunakan dalam menganalisa pergerakan tingkat suku bunga. Keterkaitan pergerakan inflasi dengan tingkat suku bunga dapat dijelaskan melalui teori *Fisher Effect*. Menurut Fisher, apabila tingkat inflasi mengalami kenaikan 1 persen maka akan menyebabkan kenaikan tingkat suku bunga nominal sebesar 1 persen pula (Mankiw, 2006: 90). Menurut Miskhin (2008: 141), bahwa perkiraan inflasi yang berubah memengaruhi suku bunga nominal. Pada saat perkiraan inflasi meningkat, kurva penawaran obligasi akan bergeser ke kanan dari B_1^s ke B_2^s dan kurva permintaan obligasi bergeser ke kiri dari B_1^d ke B_2^d . Titik keseimbangan, yaitu harga obligasi keseimbangan turun dari titik 1 ke titik 2 dengan hasil harga obligasi keseimbangan turun dari P_1 ke P_2 dan menyebabkan suku bunga keseimbangan meningkat. Hal tersebut merupakan *Fisher Effect*, yaitu ketika perkiraan inflasi mengalami peningkatan, maka suku bunga akan meningkat pula. Ilustrasi dapat dilihat pada gambar di bawah ini.

Gambar 4: Fisher Effect



Sumber: Mishkin, 2008

Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya yang dapat dijadikan referensi dalam penelitian ini. Salah satu diantaranya menjadi jurnal acuan yaitu, penelitian yang dilakukan oleh Ahmad *et al.* (2012). Dalam penelitian mereka meneliti variabel-variabel makroekonomi seperti PDB, Indeks Harga Konsumen, Indeks Harga Produsen, dan sukuk di negara Malaysia dengan menggunakan analisis *Vector Error Correction Model* (VECM). Hasil analisis dari penelitian tersebut menyatakan variabel-variabel makroekonomi terbukti mempengaruhi sukuk. Hasil lainnya yaitu sukuk mempengaruhi PDB, sedangkan PDB memengaruhi Indeks Harga Konsumen dan Indeks Harga Produsen.

Penelitian Ahmad *et al.* (2012) didukung oleh beberapa penelitian lain yang juga meneliti hubungan variabel makroekonomi dengan variabel semacam sukuk, seperti saham atau Indeks Harga Saham Gabungan. Penelitian yang dianalisis menggunakan VAR/VECM dilakukan oleh Lee *et al.* (2001), Hondroyiannis & Evangelia (2001), BÜYÜKŞALVARCI dan ABDİOĞLU (2010), Kuwornu (2012), Tangjitprom (2012), dan Hosseini *et al.* (2011) menegaskan bahwa variabel makroekonomi secara signifikan memengaruhi pasar saham.

Ichsan *et al.* (2013), Murtianingsih (2012) dan Kewal (2012) melakukan penelitian serupa dengan menggunakan analisis regresi berganda dengan variabel makroekonomi inflasi, SBI, nilai tukar, pertumbuhan PDB, dan saham. Hanya penelitian Ichsan *et al.* (2013) yang menunjukkan bahwa inflasi memengaruhi saham dalam hal ini nilai obligasi pemerintah. Variabel nilai tukar dalam penelitian Murtianingsih (2012) dan Kewal (2012) menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap saham (IHSG). SBI berpengaruh signifikan dan negatif terhadap saham menurut Murtianingsih (2012) dan Ichsan *et al.* (2013).

Penelitian dengan analisis VAR/VECM yang melibatkan inflasi sebagai variabel makroekonomi oleh Hussin *et al.* (2012), Hosseini *et al.* (2011), dan Kuwornu (2012) menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan dengan pasar saham. Kecuali penelitian oleh Tangjitprom yang mendapatkan hasil variabel inflasi yang tidak signifikan terhadap saham di Thailand. Hasil penelitian Kalra (2012) dengan analisis ANOVA menunjukkan hubungan yang signifikan antara inflasi dan siklus bisnis dengan pasar saham di India. Sedangkan analisis *Path* yang dilakukan oleh Widajati (2009) menunjukkan hasil bahwa inflasi dan tingkat suku bunga secara bersama-sama memengaruhi harga saham dengan signifikan dan negatif di Indonesia.

Untuk variabel siklus bisnis yang dapat diwakili oleh Indeks Harga Produsen atau *Wholesale Price Indices* memperlihatkan hasil yang berbeda pada setiap penelitian walaupun dalam menggunakan alat analisisnya sama. Menurut Hussin *et al.* (2012) siklus bisnis mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pasar saham di Malaysia. Sebaliknya pada penelitian oleh Hondroyiannis dan Papapetrou (2001) yang dilakukan di Yunani menunjukkan bahwa siklus bisnis signifikan tetapi mempunyai pengaruh negatif terhadap pasar sahamnya. Hal tersebut menyimpulkan bahwa di Yunani peningkatan dalam saham tidak sebagai tanda-tanda bahwa pertumbuhan siklus bisnis dalam hal ini produksi industri akan meningkat ke tingkat yang lebih tinggi. Sedangkan penelitian oleh Hosseini dkk. (2011) menghasilkan hubungan yang positif dan signifikan di negara India tetapi pada negara China menghasilkan hubungan negatif dan signifikan.

Penelitian yang menggunakan PDB oleh Ahmad *et al.* (2012) menyimpulkan bahwa sukuk sebagai refleksi dari pasar saham di Malaysia mempengaruhi PDB Malaysia. Penelitian tersebut didukung penelitian oleh Lee *et al.* (2001) karena menurut mereka pasar saham mengarahkan PDB di Malaysia. Dan penelitian oleh Kewal (2012) yang dilakukan di Indonesia dan Tangjitprom (2012) yang dilakukan di Thailand juga cenderung mendukung penelitian yang dilakukan di

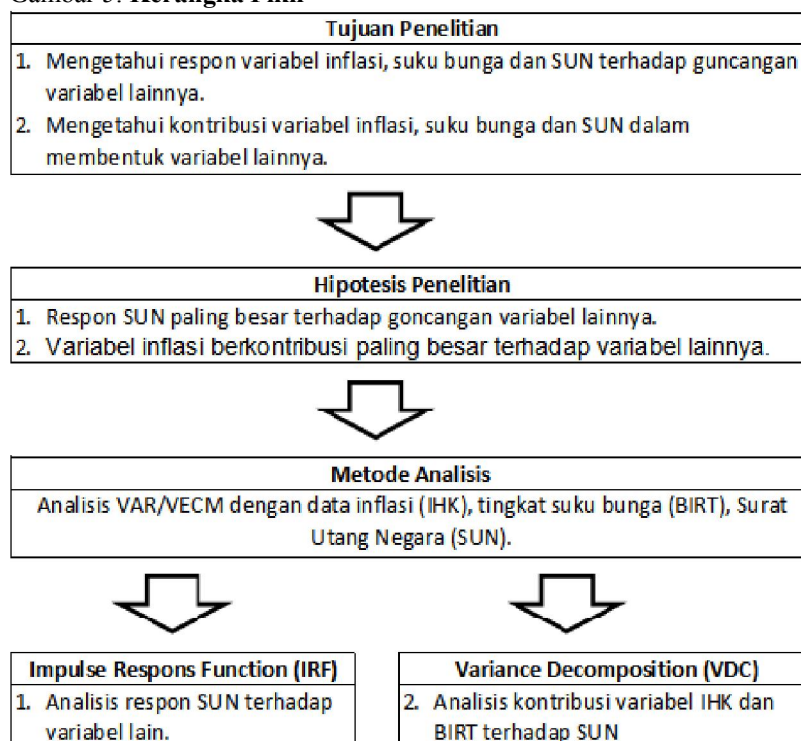
Malaysia tersebut dengan kesimpulan bahwa PDB tidak mempengaruhi pasar saham. Secara khusus Tangjitprom (2012) menyatakan bahwa penelitian yang menggunakan variabel makroekonomi untuk memprediksikan tingkah laku pasar saham di masa depan harus dilakukan dengan hati-hati karena variabel makroekonomi hanya dapat sedikit menjelaskan perbedaan dalam pasar saham.

Penelitian yang menggunakan analisis VAR/VECM dapat menangkap variabel yang paling berpengaruh dalam memengaruhi variabel lainnya. Hal ini dapat dilihat pada langkah *Variance Decomposition*. Lee *et al.* (2001) menyatakan bahwa Indeks Harga Perusahaan merupakan variabel yang paling menentukan saham di negara Malaysia, sedangkan penelitian Kuwornu (2012) adalah variabel inflasi yang paling mempengaruhi pasar saham di Ghana. Dan penelitian Tangjitprom (2012) di Thailand menunjukkan tingkat suku bunga terbukti sebagai variabel makroekonomi paling penting dalam menjelaskan pasar saham.

Kerangka Pikir

Berdasarkan pemaparan teori-teori yang didukung oleh berbagai penelitian terdahulu, maka hubungan antara variabel makroekonomi dengan pasar obligasi khususnya SUN sebagai utang pemerintah Indonesia dalam penelitian ini menjadi penting untuk dikaji lebih lanjut. Terlebih dengan penelitian terdahulu yang dapat disimpulkan bahwa variabel makroekonomi dapat menjelaskan tingkah laku pasar saham dan sebagian besar penelitian terdahulu bahwa variabel makroekonomi berpengaruh signifikan dan positif terhadap pasar saham. Hubungan tersebut dapat terlihat melalui analisis penelitian ini. Selanjutnya, kerangka pikir peneliti dalam penelitian ini digambarkan melalui gambar di bawah ini.

Gambar 5: Kerangka Pikir



Sumber: peneliti, 2014

C. METODOLOGI PENELITIAN

Data dan Jenis Penelitian

Jenis pendekatan penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan pendekatan metode kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diambil dari publikasi Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, Bank Indonesia dan Badan Pusat Statistik berupa data bulanan dari tahun 2010:1 sampai dengan 2013:12. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana respon variabel inflasi, suku bunga, dan SUN apabila ada guncangan terhadap variabel dan variabel manakah yang sangat berpengaruh dalam memengaruhi variabel lainnya yang dapat dilihat pada hasil analisis VAR/VECM bagian *Impulse Response Function* dan *Variance Decomposition*. Definisi operasional dan pengukuran variabel berikut dijelaskan untuk menghindari perbedaan pengertian.

1. Surat Utang Negara, untuk menggambarkan pasar obligasi dalam hal ini adalah harga Surat Utang Negara (SUN) seri *benchmark*. Data tersebut merupakan harga rata-rata obligasi SUN seri *benchmark* dalam tiap-tiap bulan transaksi dalam pasar obligasi, dinyatakan dalam satuan persen. Data SUN diperoleh dari publikasi Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang.
2. Inflasi, dalam penelitian ini inflasi diwakili oleh Indeks Harga Konsumen (IHK) yang merupakan kondisi riil dalam perekonomian. Data yang digunakan merupakan data dari Badan Pusat Statistik yang dihitung berdasarkan pola konsumsi hasil Survey Biaya Hidup (SBH) di 66 kota dengan tahun dasar 2007 (2007=100). IHK digunakan untuk mengukur tingkat inflasi suatu negara dan sebagai pertimbangan dalam penyesuaian gaji, upah, uang pensiun dan lain-lain. Rumus dalam menghitung tingkat inflasi menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Inflasi} = \{ (\text{IHK}_n - \text{IHK}_0) / \text{IHK}_0 \} \times 100\% \quad (1)$$

Dimana, IHK_n = Indeks Harga Konsumen periode ini, IHK_0 = Indeks Harga Konsumen periode lalu. Inflasi selalu dinyatakan dalam persentase (%), tetapi indeks tidak dinyatakan dengan persentase (%).

3. Suku Bunga, data yang digunakan merupakan data tingkat suku bunga Bank Indonesia yaitu *BI rate* (BIRT) yang diperoleh dari Bank Indonesia. Data ini dinyatakan dalam satuan persen.

Model Regresi.

Untuk mengetahui respon variabel inflasi, suku bunga, dan SUN apabila ada guncangan terhadap variabel dan variabel manakah yang sangat berpengaruh dalam memengaruhi variabel lainnya yang dapat dilihat pada hasil analisis VAR/VECM bagian *Impulse Response Function* dan *Variance Decomposition*. Berdasarkan penelitian menurut Ahmad *et al.* (2012), model penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$x_{1,t} = a_{1,0} + \sum_i^k a_{1,i} x_{1,t-1} + \sum_i^k b_{1,i} x_{2,t-1} + \sum_i^k c_{1,i} x_{3,t-1} + \sum_i^k d_{1,i} x_{4,t-1} + \varepsilon_{1,t} \quad (2)$$

$$x_{2,t} = a_{2,0} + \sum_i^k a_{2,i} x_{1,t-1} + \sum_i^k b_{2,i} x_{2,t-1} + \sum_i^k c_{2,i} x_{3,t-1} + \sum_i^k d_{2,i} x_{4,t-1} + \varepsilon_{2,t} \quad (3)$$

$$x_{3,t} = a_{3,0} + \sum_i^k a_{3,i} x_{1,t-1} + \sum_i^k b_{3,i} x_{2,t-1} + \sum_i^k c_{3,i} x_{3,t-1} + \sum_i^k d_{3,i} x_{4,t-1} + \varepsilon_{3,t} \quad (4)$$

Dimana $\chi_{1,t}$ adalah IHK (Indeks Harga Konsumen) sebagai representasi inflasi, $\chi_{2,t}$ adalah BIRT (*BI rate*) sebagai representasi suku bunga, dan $\chi_{3,t}$ adalah SUN (Surat Utang Negara).

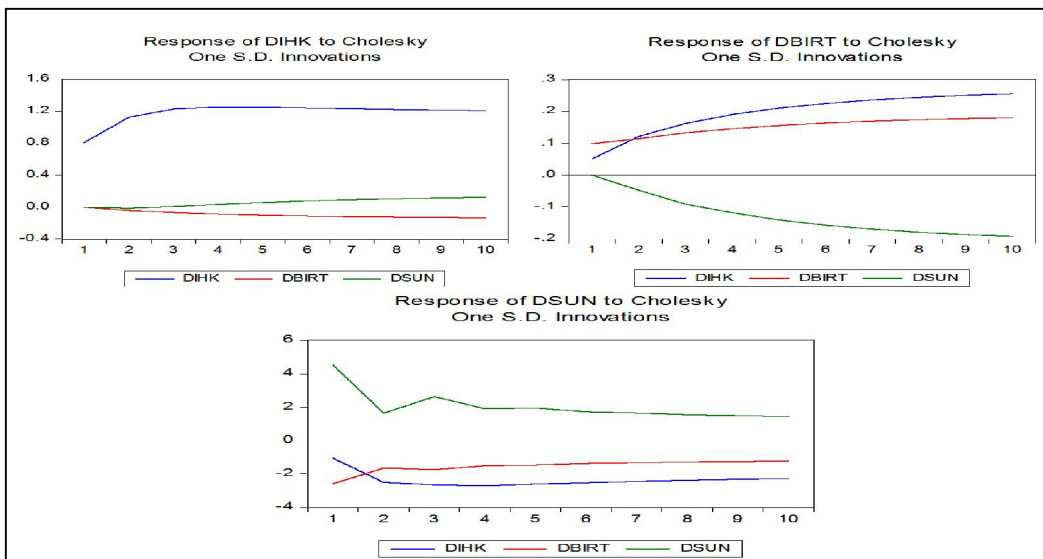
D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam analisis VAR/VECM, terdapat analisis *Impulse Response Function* untuk mengetahui respon variabel inflasi, suku bunga, dan SUN terhadap guncangan variabel lainnya dan *Variance Decomposition* untuk mengetahui kontribusi variabel mana yang paling banyak memengaruhi variabel lainnya. Dalam analisis tersebut melalui beberapa tahapan.

Hasil Analisis Data

Tahapan pertama yaitu, uji stasioneritas yang dilanjutkan dengan uji derajat integrasi yang hasilnya semua variabel penelitian stasioner pada derajat tingkat pertama, dengan inflasi dan SUN stasioner pada tingkat kepercayaan 1% sedangkan suku bunga pada 5%. Kemudian pada pemilihan *Optimal Lag Length* yang disarankan dari empat kriteria yaitu *Likelihood Ratio (LR)*, *Final Prediction Error (FPE)*, *Schwarz Information Criterion (SC)*, dan *Hannan-Quinn Information Criterion (HQ)* adalah lag satu. Hal ini mengindikasikan bahwa respon dari variabel satu terhadap perubahan yang terjadi pada variabel lainnya berlangsung sangat cepat yaitu satu bulan pasca terjadinya perubahan. Selanjutnya untuk mengetahui ada hubungan jangka panjang atau tidak diantara variabel penelitian dilakukan uji kointegrasi yang hasilnya menunjukkan ada hubungan jangka panjang dalam penelitian ini. sehingga analisis berikutnya menggunakan analisis VECM. Dalam analisis *Impulse Response Function* mendapatkan hasil sebagai berikut.

Gambar 6: Hasil Uji *Impulse Response Function*



Sumber: hasil estimasi Eviews 8

Hasil *Impulse Response Function* menunjukkan bahwa respon terhadap guncangan paling besar adalah respon variabel SUN terhadap guncangan SUN itu sendiri pada awal periode, sedangkan dalam jangka panjang respon SUN terhadap guncangan inflasi-lah yang paling besar. Hal ini sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa respon SUN paling besar terhadap guncangan variabel lainnya, tetapi hanya dalam jangka pendeknya. Hasil ini juga mendukung teori Mishkin yang menyatakan bahwa kebijakan defisit merupakan awal dari munculnya utang yang kemudian menyebabkan inflasi jika dibiayai dengan mencetak uang daripada menerbitkan obligasi. Inflasi yang berkembang di Indonesia masih dapat dikontrol oleh pemerintah dengan penerapan *inflation targeting* sebagai sasaran kebijakan moneter. Walaupun realisasi dari sasaran tersebut kebanyakan tidak tercapai, tetapi pemerintah sudah berusaha untuk menerapkannya. Untuk mencapai target inflasi banyak sekali faktor yang dihadapi, salah satunya penerbitan SUN yang salah satu tujuannya untuk menutup kekurangan kas jangka pendek APBN akibat ketidaksesuaian antara arus kas penerimaan dan pengeluaran dari Rekening Kas Negara dalam satu tahun anggaran.

Utang pemerintah telah dikelola oleh pemerintah dengan kebijakan pengelolaan utang yang bertujuan untuk mengawasi kebutuhan pembiayaan APBN melalui utang dengan biaya minimal pada tingkat resiko yang terkendali sehingga kebijakan fiskal dapat berjalan dengan baik dan berkesinambungan, serta mendukung upaya untuk menciptakan pasar Surat Berharga Negara (SBN) yang dalam, aktif dan likuid dalam jangka panjangnya. Sedangkan dalam jangka pendek untuk memastikan tersedianya dana untuk membiayai defisit yang terjadi dan pembayaran kewajiban pokok utang secara tepat dan efisien. Hal ini sudah berjalan dengan baik karena meskipun utang nominal mengalami kenaikan, namun rasio terhadap PDB cenderung mengalami penurunan dan mencapai batas yang aman. Pengelolaan fiskal dan utang pemerintah Indonesia semakin baik dengan diraihnya Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) yang dinilai Wajar

Tanpa pengecualian (WTP) oleh Badan Pemeriksa Keuangan (BPK) terkait pengelolaan utang pada LKPP 2008, LKPP 2009, LKPP 2010, dan LKPP 2011.

Sedangkan hasil *Variance Decomposition* untuk mengetahui besarnya kontribusi variabel dalam memengaruhi variabel lainnya dan dirinya sendiri adalah sebagai berikut:

Tabel 1: Hasil Uji *Variance Decomposition*

VDC Inflasi					VDC Suku Bunga					VDC SUN				
Periode	S.E.	DIHK	DBIRT	DSUN	Periode	S.E.	DIHK	DBIRT	DSUN	Periode	S.E.	DIHK	DBIRT	DSUN
1	0.8097	100.0000	0.0000	0.0000	1	0.1118	21.2822	78.7178	0.0000	1	5.3212	3.9003	23.4584	72.6413
2	1.3882	99.8997	0.0905	0.0099	2	0.2069	41.0815	53.6649	5.2536	2	6.3252	18.4266	23.3376	58.2358
3	1.8556	99.8099	0.1830	0.0072	3	0.3087	46.1721	42.7398	11.0882	3	7.5499	25.2439	21.6624	53.0937
4	2.2417	99.6991	0.2734	0.0275	4	0.4085	48.1680	37.1674	14.6646	4	8.3826	30.9101	20.7937	48.2962
5	2.5704	99.5689	0.3595	0.0716	5	0.5055	48.8358	33.8340	17.3303	5	9.1113	34.3451	20.1590	45.4959
6	2.8582	99.4278	0.4402	0.1320	6	0.5982	49.0798	31.6667	19.2535	6	9.7077	37.0135	19.7465	43.2401
7	3.1159	99.2839	0.5146	0.2015	7	0.6866	49.1224	30.1567	20.7209	7	10.2308	38.9973	19.4532	41.5494
8	3.3510	99.1431	0.5824	0.2744	8	0.7706	49.0903	29.0556	21.8542	8	10.6932	40.6106	19.2410	40.1485
9	3.5685	99.0092	0.6439	0.3469	9	0.8504	49.0260	28.2228	22.7512	9	11.1136	41.9366	19.0802	38.9832
10	3.7718	98.8840	0.6993	0.4167	10	0.9264	48.9530	27.5754	23.4716	10	11.5011	43.0667	18.9547	37.9786

Sumber: hasil estimasi Eviews 8

Dalam hasil *Variance Decomposition* di atas pada awal periode masing-masing variabel berkontribusi paling banyak terhadap variabel dirinya sendiri tetapi periode selanjutnya mengalami perubahan yang signifikan kecuali variabel inflasi. Variabel yang paling besar pengaruhnya terhadap variabel lainnya adalah inflasi pada akhir periode, sedangkan pada awal periode variabel suku bunga merupakan yang terbesar. Variabel suku bunga berkontribusi paling besar dalam memengaruhi variabel lainnya hanya dalam hal pembentukan variabel SUN saja dan itupun pada periode ketiga inflasi berkontribusi lebih besar daripada suku bunga. Sehingga hal tersebut sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa variabel inflasi berkontribusi paling besar terhadap variabel lainnya dan mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Kuwornu (2012) di Ghana. Hasil ini juga sesuai dengan efek fisher yang menyatakan apabila terjadi kenaikan inflasi maka tingkat suku bunga juga akan meningkat. Apabila terjadi inflasi atau peningkatan inflasi, maka penawaran SUN mengalami kenaikan sedangkan permintaan terhadap SUN menurun. Oleh karena itu SUN mengalami penurunan harga yang menjadikan suku bunga keseimbangan mengalami kenaikan. Hal ini memperlihatkan betapa pentingnya inflasi dalam suatu perekonomian. Dengan kontribusi yang besar, inflasi memengaruhi variabel makroekonomi dalam perekonomian. Pemerintah sudah menyadari hal ini dengan menjadikan inflasi sebagai sasaran utama kebijakan moneter.

Esensi dari kebijakan moneter dan fiskal bangsa Indonesia adalah mengatur jumlah uang beredar. Sehingga kebijakan fiskal negara ini harus sesuai dengan kebijakan moneter. Dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa variabel inflasi sangat berpengaruh terhadap variabel makroekonomi, maka kebijakan moneter yang menargetkan inflasi sudah tepat. Kebijakan fiskal yang berlaku harus sesuai dengan kebijakan moneter sehingga perekonomian Indonesia tumbuh dengan baik. Dalam perekonomian Indonesia apabila berdasarkan Sukirno yang membedakan sumber penyebab inflasi, maka *demand-pull inflation* lebih banyak terjadi daripada inflasi yang disebabkan oleh *cost-push inflation*. Faktor perilaku masyarakat menjadi penting dalam terjadinya inflasi. *Demand-pull inflation* terjadi ketika terjadi ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran barang dalam masyarakat. Apabila jumlah uang beredar dalam masyarakat meningkat maka permintaan barang akan meningkat dengan pesat, padahal perusahaan tidak dapat secara mendadak menaikkan jumlah barang produksinya sehingga terjadilah inflasi. Dalam hal ini pemerintah melalui kebijakan moneter dapat mengendalikan jumlah uang beredar melalui jalur-jalur transmisi moneter. Sedangkan pada kebijakan fiskal dapat melalui SUN dengan menjualnya kepada masyarakat untuk mengurangi jumlah uang beredar. Dengan terjaminnya nilai inflasi yang mempunyai pengaruh sangat kuat terhadap variabel-variabel makroekonomi dan variabel SUN diharapkan perekonomian Indonesia dapat berjalan dengan baik.

E. KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil *Impulse Response Function* menunjukkan bahwa respon terhadap guncangan paling besar adalah respon variabel SUN dalam jangka pendek. Hal ini sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa respon SUN paling besar terhadap guncangan variabel lainnya terutama oleh SUN sendiri, tetapi hanya dalam jangka pendeknya. Sedangkan dalam jangka panjangnya respon SUN terhadap guncangan inflasi yang paling besar. Hal tersebut terlihat dalam kebijakan pengelolaan utang pemerintah yang bertujuan untuk mengawasi kebutuhan pembiayaan APBN, serta mendukung upaya untuk menciptakan pasar Surat Berharga Negara (SBN) yang dalam, aktif dan likuid dalam jangka panjangnya. Sedangkan dalam jangka pendek untuk memastikan tersedianya dana untuk membiayai defisit yang terjadi dan pembayaran kewajiban pokok utang secara tepat dan efisien. Sedangkan hasil *Variance Decomposition* menunjukkan bahwa variabel yang paling besar pengaruhnya terhadap variabel lainnya adalah inflasi pada akhir periode, sedangkan pada awal periode variabel suku bunga merupakan yang terbesar. Hal ini memperlihatkan betapa pentingnya inflasi dalam suatu perekonomian. Dengan kontribusi yang besar, inflasi dapat memengaruhi variabel makroekonomi dalam perekonomian dalam waktu yang singkat.

Berdasarkan kesimpulan di atas, maka saran yang dapat diberikan Adalah agar pemerintah Indonesia sebagai pembuat kebijakan fiskal, yaitu Departemen Keuangan diharapkan bekerja sama dan bekerja keras dengan pembuat kebijakan moneter, yaitu Bank Indonesia dalam hal menjaga guncangan atau gejala variabel makroekonomi (inflasi) agar dapat menekan biaya pinjaman utang pemerintah (SUN) demi menjaga pengelolaan utang negara Indonesia dengan baik. Dan dengan semakin berkembangnya SUN sebagai instrumen kebijakan fiskal untuk memenuhi pembiayaan defisit APBN, pemerintah harus tetap menjaga sumber dana domestik SUN yang optimal daripada yang berasal dari luar negeri untuk menjaga stabilitas sistem keuangan nasional Indonesia. Hal ini diperlukan apabila terjadi inflasi yang tinggi supaya pemerintah masih dapat terbantu dengan hanya mengelola mata uang sendiri. Lain halnya jika sumber dana SUN lebih banyak dari dana luar negeri, maka pemerintah juga akan terganjal masalah dalam hal nilai tukar mata uang asing.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, N., Daud, SNM., Kefeli, Z. 2012. Economic forces and the sukuk market. *Procedia-social and Behavioral Sciences*, 65 (2012) : 127-133.
- Badan Pusat Statistik. *Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Bulanan Indonesia*. http://bps.go.id/tab_sub/view.php?kat=2&tabel=1&daftar=1&id_subyek=03¬ab=7 diakses pada 21 Maret 2014.
- Bank Indonesia. *Posisi Surat Berharga Negara (SBN)*. http://www.bi.go.id/seki/tabel/TABEL4_4.xls diakses pada 15 Mei 2014.
- Boone, L.E. & Kurtz, D.L. 2007. *Pengantar Bisnis Kontemporer*. Edisi 11. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- BÜYÜKŞALVARCI, Ahmet & ABDİOĞLU, Hasan. 2010. The causal relationship between stock prices and macroeconomic variables: a case study for Turkey. *International Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, (Issue 4) : 601-610.
- Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. *Mengenal Surat Utang Negara*. www.djpu.kemenkeu.go.id/uploads/dmodata/in/6Publikasi/5Brosur diakses pada 10 Maret 2014.
- Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. 2011. *Laporan Analisis Pengelolaan Portfolio dan Risiko Utang*. <http://www.djpu.kemenkeu.go.id/index.php/page/load/157> diakses pada 24 Maret 2014.

- Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. 2014. Profil Utang Pemerintah Pusat (Pinjaman dan Surat Berharga Negara). <http://www.dmo.or.id/index.php/page/loadViewer?idViewer=3890&action=download> diakses pada 13 Mei 2014.
- Hondroyiannis, George & Papapetrou, Evangelia. 2001. Macroeconomic influences on the stock market. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 25, (No. 1) : 33-49.
- Hossain, Akhtar. 2006. Macroeconomics developments, policies and issues in Indonesia, 1950-2005: a review. *Malaysian Journal of Economic Studies*, Vol. 43, (No. 1 & 2) : 19-67.
- Hosseini, SM., Ahmad, Z., Lai, WL. 2011. The role of macroeconomic variables on Stock Market Index in China and India. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 3, (No. 6) : 233-243.
- Hussin, MYM., Muhammad, F., Abu, MF., Awang, SA. 2012. Macroeconomic variables and Malaysian Islamic Stock Market: a time series analysis. *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol. 3, (No. 4) : 1-13.
- Hyman, DN. 1999. *Public Finance A Contemporary Application of Theory to Policy*. Sixth Edition. United States of America : The Dryden Press.
- Ichsan, Syamni, G., Nurlela. 2013. Dampak BI rate, tingkat suku bunga, nilai tukar, dan inflasi terhadap nilai obligasi pemerintah. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 17, (No. 2) : 310-322.
- Kalra, Rosy. 2012. Impact of macroeconomic variables on Indian stock market. *The IUP Journal of Financial Risk Management*, Vol. IX, (No. 1) : 43-54.
- Kewal, S.S. 2012. Pengaruh inflasi, suku bunga, kurs, dan pertumbuhan PDB terhadap indeks harga saham gabungan. *Jurnal Economia*, Vol. 8, (No.1) : 53-64
- Kuwornu, J.K.M. 2012. Effect of macroeconomic variables on the Ghanaian stock market returns: A Co-integration Analysis. *Agris on-line Papers in Economics and Informatics*, Vol. IV, (No. 2) : 15-26.
- Lee, CL., Boon, TH. Baharumshah, AZ. 2001. The stock market, macroeconomic fundamentals and economic growth in Malaysia. *Asia Pacific Journal of Economics and business*, Vol. 5, (No. 2) : 44-66
- Mankiw, Gregory. 2006. *Makroekonomi*. Edisi Keenam. Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Miskhin, Frederic S. 2008. *The Economics of Money, Banking, and Financial Market Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*. Buku 1, Edisi 8. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Miskhin, Frederic S. 2009. *The Economics of Money, Banking, and Financial Market Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*. Buku 2, Edisi 8. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Murtianingsih. 2012. Variabel ekonomi makro dan indeks harga saham gabungan. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 1, (No. 3) : 1-12.
- Pontoh, Winston. 2010. Dampak siklus bisnis dan kapasitas hutang terhadap reaksi pasar saham pada sektor industri infrastruktur, utility dan transportasi di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Auditing*, Vol. 1, (No. 1) : 1-9.

- Sudirman, Wayan. 2011. *Kebijakan Fiskal dan Moneter Teori dan Empirikal*. Jakarta : Kencana Prenada Media Group.
- Sukirno, Sadono. 2005. *Makroekonomi Modern Perkembangan Pemikiran Dari Klasik Hingga Keynesian Baru*. Jakarta: PT Rajagrafindo Persada.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Jakarta : Penerbit Kanisius.
- Tangjitprom, Nopphon. 2012. Macroeconomic factors of emerging stock market: the evidence from Thailand. *International Journal of Financial Research*, Vol. 3, (No. 2) : 105-114.
- Widajati, Asih. 2009. Inflasi dan tingkat bunga terhadap harga obligasi negara ritel yang diterbitkan pemerintah. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, (No. 1) : 97-105.