

---

## EMAS SEBAGAI *SAFE HAVEN* DAN *INFLATION HEDGING* DI TENGAH KETIDAKPASTIAN PEREKONOMIAN GLOBAL SELAMA PANDEMI COVID-19

Inda Fresti Puspitasari<sup>1</sup>, Nur Andriyani<sup>1</sup>, Nur Hidayah<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Program Studi Ekonomi Pembangunan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Surakarta  
e-mail: [ifp426@ums.ac.id](mailto:ifp426@ums.ac.id)

### Abstrak

Pandemi covid-19 yang mulai muncul sejak awal Tahun 2020 merupakan isu kesehatan global yang dihadapi hampir seluruh negara di dunia. Berbagai permasalahan ekonomi muncul akibat kebijakan-kebijakan baru yang dikeluarkan pemerintah terkait tindak pemutusan rantai penularan virus covid-19. Penelitian ini menganalisis peranan emas sebagai *safe haven* dan *inflation hedging* di Indonesia selama pandemi covid-19 mewabah. Sehingga data yang digunakan adalah data *time series* bulanan selama periode Januari 2020-Mei 2022. Metode penelitian yang digunakan adalah pendekatan ARDL untuk dapat menghasilkan estimasi yang tepat dalam periode waktu yang singkat. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di Indonesia selama pandemi covid-19, emas tidak dapat menjalankan peranannya sebagai *inflation hedging* ataupun *safe haven*. Hal ini dibuktikan oleh hasil estimasi jangka pendek yang menunjukkan bahwa IHSG memiliki hubungan yang negatif terhadap pergerakan harga emas namun tidak signifikan. Begitupula dengan inflasi dan indeks *economic policy uncertainty* (EPU) memiliki hubungan yang positif dengan pergerakan harga emas di Indonesia namun tidak signifikan. Kondisi ekonomi selama wabah pandemi covid-19 yang tidak menentu dan perubahan kebijakan-kebijakan ekonomi global yang tidak dapat diprediksi selama pandemi menjadi salah satu penyebab kenaikan harga emas di Indonesia, namun disisi lain daya beli masyarakat seiring menguatnya harga emas ini justru menurun. Hal inilah yang membuat emas tidak menjadi pilihan selama pandemi, dan tidak dapat menjalankan perannya dengan baik sebagai aset lindung nilai (*safe haven*) ataupun *inflation hedging*.

**Kata Kunci:** Safe Haven, Inflation Hedging, EPU, ARDL Model, Covid-19

---

### PENDAHULUAN

Pandemi covid-19 yang mewabah hampir sejak awal tahun 2020 memberikan dampak yang sangat besar terhadap kondisi sosial ekonomi di seluruh negara di dunia, termasuk di Indonesia. Berbagai kebijakan yang dikeluarkan pemerintah dalam rangka penanganan covid-19 memunculkan adanya ketidakpastian pada berbagai sektor ekonomi dan berpengaruh pada perilaku para pelaku pasar, termasuk investor. Febriyanti (2020) menunjukkan bahwa harga saham mengalami penurunan setelah terjadi pengumuman adanya wabah covid-19 yang masuk ke Indonesia. Hal ini merupakan salah satu bentuk respon pasar akibat adanya ketidakpastian yang tinggi seiring dengan meningkatnya kasus covid-19 yang mewabah di seluruh negara, termasuk di Indonesia. Kondisi pasar yang tidak stabil mendorong investor untuk mengalihkan investasi mereka dari investasi finansial ke investasi lain yang lebih aman, seperti emas. Emas merupakan salah satu aset riil yang memiliki nilai stabil, sehingga dapat berfungsi sebagai alat tukar, alat pembayaran, alat investasi bebas risiko (*safe haven*), dan sebagai alat lindung (*hedging*). Bahkan bagi bank sentral dan pemerintah, emas digunakan untuk mempertahankan nilai mata uang guna menjaga stabilitas perekonomian. Harga emas pada umumnya bersifat *counter cyclical* dengan kondisi perekonomian. Oleh karena itu, harga emas menunjukkan ekspektasi terhadap tingkat inflasi yang mencerminkan kesehatan kondisi perekonomian. Batten, *et al.* (2014); Narayan, *et al.* (2015); Zhu, *et al.* (2017); Lucey, *et al.* (2017); dan Purnawan & Puspitasari (2021) menunjukkan bahwa harga emas memiliki korelasi yang positif dengan tingkat inflasi. Ketika perekonomian tidak stabil dan tingkat inflasi tinggi, harga emas pun turut meningkat seiring dengan meningkatnya permintaan pasar terhadap emas. Dalam hal ini emas menunjukkan peranannya sebagai *inflation hedging*. Long (2013) telah terlebih dahulu melakukan penelitian serupa dengan menggunakan studi

kasus di Vietnam, dan membuktikan bahwa emas dapat digunakan sebagai alat *hedging* yang kuat pada negara berkembang seperti Vietnam.

Beberapa peneliti sebelumnya seperti Gaur & Basal (2010); Purnawan & Puspitasari (2021), membuktikan bahwa harga emas memiliki korelasi negatif dengan indeks harga saham dalam jangka pendek. Artinya, ketika kondisi pasar saham tidak stabil investor mengalihkan investasi mereka ke aset yang lebih aman seperti emas, sehingga harga emas pun naik. Dalam hal ini emas berperan sebagai *safe haven* atau alternatif investasi yang aman saat *financial market* tidak stabil. Karena itu, harga saham biasanya bergerak sesuai dengan kondisi perekonomian, pada saat perekonomian *bullish* harga saham akan turut naik, sebaliknya saat kondisi perekonomian *bearish* seperti ketika terjadi pandemi covid-19, maka harga saham pun ikut turun.

Namun, Zhu, *et al.* (2018) mengemukakan bahwa peranan emas sebagai *safe haven* maupun sebagai *inflation hedging* sudah mulai berkurang pada beberapa negara, seperti di Inggris dan di Amerika, fungsi emas sebagai alat lindung (*hedging*) telah hilang sejak Mei 1997 (Inggris) dan sejak tahun 2003 (Amerika). Mereka menunjukkan bahwa emas berfungsi sebagai *inflation hedge* hanya pada saat kondisi inflasi dan ekspektasi terhadap inflasi juga tinggi. Dengan kata lain, saat perekonomian berada dalam tingkat ketidakpastian yang tinggi. Sebaliknya, ketika kondisi perekonomian telah membaik, dan tingkat *uncertainty* rendah, investor akan kembali mengalokasikan investasi mereka pada instrumen investasi yang lain seperti saham, obligasi, ataupun perumahan (*real estate*). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya seperti Balcilar, *et al.* (2016); Beckman, *et al.* (2017); Bilgin, *et al.* (2018); dan Bouiyou, *et al.* (2018) yang membuktikan bahwa adanya ketidakpastian kebijakan perekonomian yang diwakili oleh indeks *economic policy uncertainty* (EPU) memiliki hubungan yang positif dengan pergerakan harga emas. Artinya, meningkatnya harga emas sejalan dengan semakin tingginya tingkat ketidakpastian (*uncertainty*).

Penelitian tentang peranan emas sebagai *inflation hedging* dan *safe haven* telah banyak dilakukan sebelumnya. Soemarpradja (2012); Fitri & Prabowo (2015); Hoang, *et al.* (2016); dan Lucey, *et al.* (2017) menganalisis bagaimana inflasi memengaruhi harga emas dan bagaimana emas berperan sebagai *hedging* untuk menghindari kerugian yang mungkin ditimbulkan akibat adanya inflasi. Namun di Indonesia belum banyak peneliti yang memasukkan variabel *economic policy uncertainty* dalam menganalisis pergerakan harga emas dan peranannya sebagai *safe haven* ataupun *inflation hedging*. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, peneliti menganalisis peranan emas sebagai *safe haven* dan *inflation hedging* di Indonesia selama pandemi covid-19 dengan memasukkan variabel ketidakpastian kebijakan ekonomi (*economic policy uncertainty*).

Penelitian ini berkontribusi dalam pengembangan literatur teori investasi dan kajian empiris yang dapat dijadikan sebagai pertimbangan dalam perumusan kebijakan di bidang ekonomi makro dan pengambilan keputusan dalam investasi bagi investor untuk melindungi asetnya. Struktur penulisan penelitian ini selanjutnya disusun dengan uraian sebagai berikut: Bagian 1, berisi pendahuluan yang menjelaskan latar belakang dan motivasi penelitian; Bagian 2, berisi metodologi penelitian yang meliputi variabel dan sumber data, model penelitian yang digunakan, dan teknik analisis data; Bagian 3, menjelaskan hasil estimasi dan pembahasan analisis data; Bagian 4, merupakan penutup yang berisi kesimpulan dan saran penelitian.

## METODE

### Data dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan analisis kuantitatif data runtut waktu bulanan selama periode Januari 2020 sampai dengan Juli 2022. Penelitian ini ingin menganalisis peranan emas sebagai *safe haven* dan *inflation hedging* di tengah ketidakpastian ekonomi global selama pandemi covid-19 dengan studi kasus

di Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari basis data online dan publikasi online yang selanjutnya akan dianalisis menggunakan metode *autoregressive distributed lag* (ARDL).

**Tabel 1.** Deskripsi Variabel

Variabel	Deskripsi	Satuan	Sumber
GOLDID	Harga emas di Indonesia per gram	Rupiah	World Gold Council
EPU	<i>Economic Policy Uncertainty</i> AS yang diukur oleh Baker, Bloom, dan Davis (1985)	Indeks	<a href="http://www.policyuncertainty.com">www.policyuncertainty.com</a>
INF	Tingkat Inflasi di Indonesia (2018=100)	Indeks	Badan Pusat Statistik (BPS)
IHSG	Indeks saham gabungan Indonesia	Indeks	<a href="https://www.idx.co.id/">https://www.idx.co.id/</a>

### Teknik Analisis Data

Dalam model ARDL-ECM ada dua tahapan pengujian utama yang harus dilakukan, yaitu uji stasioneritas dan uji diagnostik terhadap model ARDL. Pada uji diagnostik meliputi bound-test, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, uji linearitas, uji stasioneritas variabel residual model, dan uji stabilitas model.

#### Uji Stasioneritas

Salah satu persyaratan sebelum melakukan estimasi pada data runtun waktu (time series) adalah dengan melakukan uji akar unit (unit root test). Uji ini untuk melihat tingkat stasioneritas pada data yang digunakan agar dapat menghindari spurious regression, yang artinya seolah-olah terdapat hubungan sangat signifikan antara variabel dependen dengan variabel independen padahal kenyataannya tidak. Gujarati dan Porter (2009: 754) menjelaskan titik awal dari proses akar unit (stochastic) melalui model berikut.

$$Y_t = \rho Y_{(t-1)} + u_t \quad -1 \leq \rho \leq 1$$

Dimana  $u_t$  adalah variabel gangguan white noise. Variabel gangguan white noise adalah variabel gangguan yang bersifat random dengan rata-rata nol dan varian yang konstan dan tidak saling berhubungan. Salah satu cara untuk melakukan uji stasioneritas adalah dengan melakukan uji akar unit Augmented Dickey-Fuller (ADF) dan uji stasioner Phillips-Perron (PP). Uji ADF menghindari adanya serial correlation dengan cara menambah lag, sedangkan uji PP menggunakan metode statistik nonparametrik untuk menghindari serial correlation pada variabel gangguan tanpa menambahkan lag (Gujarati dan Porter, 2009: 757-758).

#### Bound Test

Bound test dilakukan untuk menguji hubungan jangka panjang dengan derajat integrasi yang berbeda pada model ARDL (Pesaran et al., 2001). Jika hasil dari Bound test menunjukkan nilai F hitung statistic bound testing lebih besar dari nilai kritis level *lower* dan *upper* pada tingkat signifikansi 1 persen, 5 persen, atau 10 persen, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara variabel dependen dengan variabel penjelas. Sebaliknya, jika nilai F hitung kurang dari lower bound test maka tidak terdapat hubungan jangka panjang.  $H_0$  pada uji ini adalah tidak terdapat hubungan jangka panjang.

### Uji Stabilitas Model

Pendekatan yang digunakan untuk pengujian stabilitas model dalam penelitian ini adalah dengan uji CUSUM yang diperkenalkan oleh Brown et al. (1975). Uji CUSUM digunakan untuk mendeteksi adanya ketidakstabilan parameter model sepanjang periode yang diobservasi. Uji ini didasarkan pada nilai kumulatif dari jumlah recursive residual. Estimasi yang dihasilkan adalah valid jika nilai *cumulative recursive residual* berada dalam band garis kritis 5 persen. Uji CUSUM bertujuan untuk mendeteksi perubahan sistematis dalam koefisien regresi, maka jika terdapat perubahan dalam koefisien regresi ( $H_0$  ditolak), uji stabilitas akan dilanjutkan dengan uji CUSUM Square yang bertujuan menginterpretasikan data dalam mengambil kebijakan saat koefisien regresi tidak sistematis.

### Model Estimasi

Dalam penelitian ini, uji kointegrasi yang digunakan adalah Bound Testing dengan estimasi jangka panjang menggunakan F-Test untuk mengatasi adanya perbedaan level integrasi antar variabel (Pesaran et al, 2001). Hipotesis yang digunakan untuk Bound test adalah sebagai berikut.

$H_0 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = 0$  (Tidak terdapat kointegrasi)

$H_1 = \beta_5 \neq \beta_6 \neq \beta_7 \neq \beta_8 \neq 0$  (Terdapat kointegrasi)

Apabila gagal menolak hipotesis nol yang menandakan bahwa tidak terdapat kointegrasi antar variabel maka model penelitian yang digunakan adalah model ARDL untuk mengetahui hubungan jangka pendek antar variabel, sebagaimana ditunjukkan oleh persamaan (1) berikut ini.

$$\Delta \ln GOLD_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta \ln GOLD_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_2 \Delta EPU_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_3 \Delta INF_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_4 \Delta IHSG_{t-i} + \mu_t \quad (1)$$

Sedangkan, apabila hasil bound test menunjukkan bahwa terdapat kointegrasi antar variabel, maka pendekatan ARDL dapat diterapkan dengan memasukkan persamaan (1) ke dalam format *error correction model* (ECM) untuk dapat mengetahui hubungan jangka pendek dan jangka panjang dari model yang digunakan, sehingga terbentuklah persamaan (2) sebagai berikut.

$$\Delta \ln GOLD_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta \ln GOLD_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_2 \Delta EPU_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_3 \Delta INF_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_4 \Delta IHSG_{t-i} + \beta_5 \ln Gold_{t-1} + \beta_6 \ln EPU_{t-1} + \beta_7 \ln INF_{t-1} + \beta_8 \ln IHSG_{t-1} + \mu_t \quad (2)$$

Dari persamaan di atas, GOLD adalah harga emas per gram dalam satuan rupiah; EPU adalah indeks *economic policy uncertainty*; INF adalah tingkat inflasi; IHSG adalah indeks harga saham gabungan;  $\mu_t$  adalah error term;  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ , dan adalah multiplier jangka pendek, sedangkan  $\beta_5, \beta_6, \beta_7$ , dan  $\beta_8$  sebagai koefisien jangka panjang dari model ARDL-ECM.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Uji Stasioneritas

Tahap pertama yang dilakukan sebelum memulai estimasi data adalah memastikan bahwa model dapat di estimasi dengan menggunakan model ARDL. Untuk dapat menggunakan metode ARDL, variabel-variabel yang digunakan dapat stasioner pada tingkat level  $I(0)$ , tingkat *first difference*  $I(1)$ , atau kombinasi antara kedua tingkat tersebut. Ada dua cara untuk melakukan uji stasioneritas, yaitu uji akar unit (*unit root test*) dan *correlogram*. Dalam penelitian ini uji stasioneritas yang digunakan adalah uji akar unit *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) dan uji *Phillips Perron* (PP) yang ditunjukkan oleh Tabel 2 berikut.

**Tabel 2.** Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	ADF		PP		Keputusan
	Level	<i>1<sup>st</sup> Difference</i>	Level	<i>1<sup>st</sup> Difference</i>	
GOLD	0.0011*	0.0001*	0.0086*	0.0212*	I(0)
EPU	0.2588	0.0000*	0.2847	0.0000*	I(1)
INF	0.3402	0.0003*	0.3905	0.0001*	I(1)
IHSG	0.7858	0.0117*	0.7020	0.0179*	I(1)

(Sumber: Data diolah, 2022)

Berdasarkan Tabel 2 di atas, dapat dilihat bahwa nilai ADF dan PP menunjukkan hasil yang hampir sama, dan menghasilkan keputusan pada tingkat level I (0) untuk variabel EPU adalah stasioner. Sedangkan variabel lainnya tidak stasioner pada tingkat level. Oleh karena itu, selanjutnya dilakukan uji akar unit pada tingkat *first difference* I (1) yang kemudian menunjukkan bahwa masing-masing variabel stasioner di I(1) pada tingkat signifikansi 1 persen. Pada tahap ini sebagian variabel yang akan digunakan dalam model telah ditransformasikan ke dalam logaritma natural (Ln).

### Uji Kointegritas ARDL

Estimasi menggunakan pendekatan ARDL-ECM digunakan untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka Panjang antar variabel. Sehingga, untuk dapat melihat apakah terdapat kointegrasi jangka Panjang antar variabel, maka selanjutnya dilakukan uji kointegrasi dengan menggunakan *Bound Test*.

**Tabel 3.** Hasil Uji Kointegrasi

Model Estimasi	Hasil Kointegrasi
Lag optimal	(3, 0, 0, 2)
Uji-F untuk kointegrasi	<b>2.111065</b>
<i>Critical value</i>	1%
<i>Lower bounds</i>	<b>3.65</b>
<i>Upper bounds</i>	<b>4.66</b>

(Sumber: Data diolah, 2020)

Tabel 3. di atas menunjukkan hasil uji kointegrasi ARDL dengan menggunakan *bounds test*. Nilai uji-F sebesar **2.111065** yaitu lebih kecil dari nilai *lower bounds* dan nilai *upper bound* yang berarti bahwa dalam model estimasi yang digunakan, tidak ditemukan adanya korelasi jangka panjang antar variabel dalam model pada tingkat signifikansi 1 persen. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis nol diterima dan tidak terdapat kointegrasi jangka panjang antara economic policy uncertainty, inflasi, dan indeks harga saham gabungan dengan pergerakan harga emas di Indonesia selama periode observasi yaitu Januari 2020 sampai dengan Mei 2022.

### Hasil Estimasi ARDL

Hasil estimasi dari model ARDL dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4 yang menunjukkan hubungan jangka pendek antara variabel dependen (GOLD) dengan variabel-variabel independent seperti harga emas pada periode sebelumnya ( $GOLD_{t-1}$ ), *economic policy uncertainty* (EPU), tingkat inflasi (INF), dan indeks harga saham (IHSG).

**Tabel 4.** Hasil Estimasi ARDL

Model yang terpilih: ARDL (3,0,0,2) <sup>1</sup>				
Variabel dependen: LGOLDID				
Koefisien Jangka Pendek				
Variabel	Koefisien	Std. Error	t-statistik	Prob.
$\Delta$ GOLD <sub>t-1</sub>	1.021436	0.197496	5.171933	0.0001
$\Delta$ GOLD <sub>t-2</sub>	-0.758580	0.232010	-3.269605	0.0045
$\Delta$ EPU <sub>t</sub>	0.038886	0.035609	1.092008	0.2901
$\Delta$ INF <sub>t</sub>	-0.001351	0.014139	-0.095532	0.9250
$\Delta$ IHSG <sub>t</sub>	-0.151824	0.138142	-1.099037	0.2871
$\Delta$ IHSG <sub>t-1</sub>	0.399717	0.183169	2.182227	0.0434
C	5.916383	2.476614	2.388899	0.0288
Uji Diagnostik				
R <sup>2</sup>				0.691529
Adjusted R <sup>2</sup>				0.546366
Durbin-Watson				1.672021
F-statistik				4.763808 (0.003320)
Serial Corelation LM				<b>0.838951 (0.2704)</b>
Breusch-Pagan-Godfrey				<b>0,967466 (0.9179)</b>
Normality Jarque-Berra				<b>0.787221 (0.674617)</b>
Linierity Ramsey RESET				<b>0.526804 (0.4784)</b>

(Sumber: Data diolah, 2020)

Hasil estimasi pada Tabel 4 di atas menunjukkan bahwa berdasarkan hasil uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, uji normalitas, dan uji linearitas, estimasi dalam penelitian ini telah lolos uji diagnostik dan memenuhi persyaratan analisis. Nilai F-statistik yang lebih rendah dari Pesharan critical value – dalam bound test – mengindikasikan tidak ada kointegrasi jangka panjang antar variabel selama periode Januari 2020 sampai dengan Mei 2022. Sehingga, digunakan model estimasi ARDL dalam melakukan analisis jangka pendek antar variabel.

Nilai koefisien GOLD<sub>t-1</sub> pada Tabel 4 sebesar 1.021436 menunjukkan bahwa ketika terdapat kenaikan harga emas di Indonesia pada satu periode sebelumnya atau satu bulan sebelumnya (dalam penelitian ini periode yang digunakan bulanan) sebesar 1%, maka harga emas akan merespon positif dengan kenaikan hingga 100%, atau dapat disimpulkan bahwa dalam jangka pendek harga emas pada masa lampau memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap harga emas saat ini. Sedangkan, nilai koefisien GOLD<sub>t-2</sub> sebesar -0.758580 yang artinya bahwa ketika harga emas pada dua periode sebelumnya mengalami kenaikan sebesar 1% akan direspon dengan penurunan harga emas saat ini sebesar 75%. Dari hasil estimasi tersebut dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian dilakukan, harga emas dalam jangka pendek akan cenderung terus meningkat dan akan kembali bergerak turun setelah dua periode, namun besarnya penurunan harga emas tidak sebesar kenaikannya.

Dari tabel 4 dapat dilihat bahwa dalam jangka pendek, nilai koefisien EPU<sub>t</sub> adalah sebesar 0.038886. Nilai tersebut menunjukkan bahwa untuk setiap ada kenaikan EPU sebesar 1% akan mengakibatkan kenaikan pada harga emas sebesar 3%. Sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jones dan Sackley (2016) yang menemukan bahwa *uncertainty* mendorong peningkatan harga emas. Hasil estimasi pada penelitian ini juga menunjukkan adanya hubungan yang positif namun tidak signifikan antara ketidakpastian kebijakan ekonomi global dengan pergerakan harga emas di Indonesia. Artinya, pada saat ketidakpastian ekonomi global tinggi selama pandemi covid-19, emas

<sup>1</sup> Model (3,0,0,2) artinya variabel Y (GOLD) memiliki tiga lag (Y<sub>1</sub>, Y<sub>t-1</sub>, dan Y<sub>t-2</sub>), variabel X<sub>1</sub> (EPU) tidak ada lag, variabel X<sub>2</sub> (INF) tidak ada lag, variabel X<sub>3</sub> (IHSG) memiliki 2 lag.

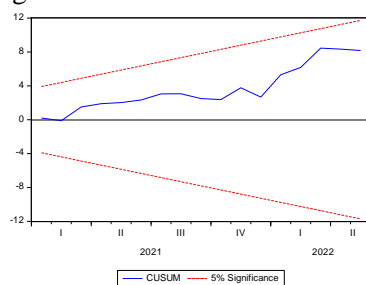
tidak menjalankan peranannya sebagai asset *safe haven*. Hal ini dapat disebabkan karena selama pandemi ada kebijakan pemberlakuan pembatasan kegiatan masyarakat (PPKM) yang melarang masyarakat untuk berkerumun, sehingga kegiatan ekonomi masyarakat pun terhambat. Oleh karena itu, tingginya ketidakpastian ekonomi selama pandemi justru membuat masyarakat cenderung memilih untuk memegang aset mereka berupa *cash money* agar dapat digunakan sewaktu-waktu.

Nilai koefisien  $INF_t$  pada Tabel 4 sebesar -0.001351 menunjukkan bahwa untuk setiap kenaikan tingkat inflasi sebesar 1% akan menyebabkan adanya penurunan harga emas sebesar 0,1%. Angka ini mengindikasikan adanya hubungan yang negatif dan tidak signifikan antara tingkat inflasi dengan pergerakan harga emas selama pandemi covid-19. Hasil estimasi ini tentu bertolak belakang dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya yang membuktikan adanya hubungan yang positif antara pergerakan harga emas dengan tingkat inflasi, dimana emas seharusnya dapat menjadi alat lindung (*inflation hedging*) pada saat perekonomian lesu dan inflasi tinggi (Batten, *et al.*, 2014; Narayan, *et al.*, 2015; Zhu, *et al.*, 2017; dan Lucey *et al.*, 2017). Penyebab terjadinya hubungan yang tidak biasa antara emas dan inflasi ini bisa jadi disebabkan oleh variabel-variabel makro lainnya yang tidak masuk ke dalam model estimasi, seperti harga minyak dunia, dan nilai tukar dolar AS. Sebab, akibat terjadinya pandemi covid-19, harga minyak dunia mengalami penurunan seiring dengan menurunnya jumlah permintaan. Hal ini tentunya menurunkan ekspektasi terhadap inflasi tinggi. Hasil estimasi yang tidak signifikan di atas juga menunjukkan bahwa emas tidak dapat menjalankan fungsinya sebagai *inflation hedging* selama pandemi covid-19 berlangsung.

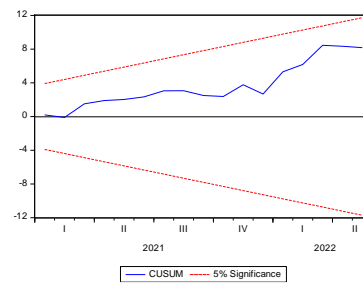
Koefisien variabel  $IHSG_t$  sebesar -0.151824 menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, untuk setiap kenaikan IHSG sebesar 1% akan direspon dengan adanya penurunan harga emas sebesar 15%. Hasil sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Gaur dan Bansal (2010) yang menunjukkan bahwa harga saham memiliki hubungan yang negatif dengan pergerakan harga emas. Harga emas pada umumnya bersifat *counter-cyclical* atau terbalik dengan kondisi perekonomian. Hal ini berkebalikan dengan harga saham yang bergerak sesuai dengan kondisi perekonomian, pada saat perekonomian *bullish* (naik) harga saham akan turut naik, dan pada saat perekonomian *bearish* maka harga saham juga akan ikut turun (Frensidy, 2013: 38). Namun, berdasarkan nilai signifikansinya, hasil estimasi di atas menunjukkan bahwa korelasi harga emas dengan IHSG tidak signifikan, artinya emas tidak menjalankan perannya sebagai *safe haven* terhadap investasi selama pandemic covid-19.

### Uji Stabilitas Model

Uji stabilitas model yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji CUSUM dan *CUSUM of square* yang dikembangkan oleh Brown dkk (1975) untuk memeriksa stabilitas dari parameter. Gambar 1 dan Gambar 2 berikut menunjukkan plot CUSUM dan *CUSUM of squares* yang berada dalam band garis kritis 5%. Hal ini berarti bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini telah memiliki koefisien regresi yang sudah sistematis atau telah terdapat kestabilan dalam parameter dalam model yang digunakan.



Gambar 1. Hasil Uji Stabilitas CUSUM



Gambar 2. Hasil Uji Stabilitas CUSUM Square

## PENUTUP

### Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis peranan emas sebagai *safe haven* dan *inflation hedging* di tengah ketidakpastian ekonomi global selama pandemi covid-19 mulai dari awal Januari 2020 sampai dengan Mei 2022. Hasil estimasi menggunakan pendekatan model ARDL, menunjukkan bahwa harga emas memiliki korelasi yang signifikan dengan harga emas pada periode sebelumnya. Namun, tidak memiliki korelasi yang signifikan dengan variabel-variabel lain yang digunakan dalam model, seperti *economic policy uncertainty*, tingkat inflasi, dan harga saham. Hasil estimasi di atas membuktikan bahwa selama pandemi covid-19 emas memang bersifat *counter cyclical* dan harganya terus menguat seiring tingginya ketidakpastian dalam kebijakan ekonomi akibat pandemi. Namun, emas tidak dapat menjalankan peranannya sebagai aset lindung nilai (*safe haven*) ataupun *inflation hedging* dengan baik. Sebab, tekanan yang dialami masyarakat selama pandemi tidak hanya dari sisi ekonomi melainkan juga dari aspek-aspek lain seperti sosial, kesehatan, pendidikan, dan sebagainya. Hal ini tentunya berpengaruh besar pada perilaku masyarakat sebagai pelaku ekonomi dalam pengambilan keputusan penyimpanan asetnya, apakah berupa *fresh money*, aset riil (emas atau properti), atau dalam bentuk aset finansial seperti saham dan surat berharga lainnya.

### Saran

Saran bagi penelitian selanjutnya agar dapat mengembangkan penelitian dengan memasukkan variabel-variabel lain yang belum masuk dalam estimasi. Penelitian tentang peranan emas sebagai *safe haven* dan *inflation hedging* ini perlu dikembangkan lebih lanjut agar dapat digunakan sebagai kajian literatur untuk bidang akademik dan sebagai referensi dalam pembuatan kebijakan terkait dengan makroekonomi. Selain itu, penelitian ini juga dapat digunakan sebagai referensi bagi investor sebelum melakukan pengambilan keputusan investasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Baker, S., Bloom, N., & Davis, S. (2015). Measuring Economic Policy Uncertainty. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 21633*.
- Balcilar, M., Gupta, R., & Pierdzioch, C. (2016). Does uncertainty move the gold price? New evidence from a nonparametric causality-in-quantiles test. *Resources Policy* 49, 74-80.
- Batten, J., Ciner, C., & Lucey, B. (2014). On the Economic Determinants of the Gold-Inflation Relation. *Resources Policy*, 41, 101-108.
- Baur, D., & McDermott, D. (2010). Is Gold a Safe Haven? International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 34, 1886-1898.
- Beckman, J., Berger, T., & Czudaj, R. (2017). Gold Price Dynamics and the Role of Uncertainty. *Chemnitz Economic Paper No 006*.
- Bilgin, M., Gozgor, G., Lau, C., & Sheng, X. (2018). The effects of uncertainty measures on the price of gold. *International Review of Financial Analysis* Vol. 58, 1-7.
- Bouoiyour, J., Selmi, R., & Wohar, M. (2018). Measuring the response of gold prices to uncertainty: An analysis beyond the mean. *Economic Modelling*, 1-12.
- Febriyanti, G. A. (2020). Dampak pandemi Covid-19 terhadap harga saham dan aktivitas volume perdagangan (Studi kasus saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia). *Indonesia Accounting Journal*, 204-2014.
- Fitri, N., & Prabowo, H. (2015). Investasi Emas Sebagai Alat Hedging untuk Mengatasi Inflasi: Studi Kasus Indonesia dengan Melihat Pengaruh Expected dan Unexpected Inflasi terhadap Return Emas Periode Tahun 2004-2013. *Investasi Emas Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.
- Gaur, A., & Bansal, M. (2010). A Comparative Study of Gold Price Movements in Indian and Global



- Markets. *Indian Journal of Finance Vol. 4 No. 2*, 32-37.
- Gujarati, D., & Porter, D. (2009). *Basic Econometrics 5th Ed.* New York: McGraw Hill Inc.
- Hoang, T., Laihani, A., & Heller, D. (2016). Is Gold a Hedge Against Inflation? New Evidence from a Nonlinier ARDL Approach. *Economic Modelling* 54, 54-66.
- Jones, A., & Sackley, W. (2016). An Uncertain Suggestion For Gold Pricing Models: The Effect of Economic Policy Uncertainty on Gold Prices. *Journal Economic Finance* 40, 367-379.
- Lucey, B., Sharma, S., & Vigne, S. (2017). Gold and Inflation(s)- A Time-varying Relationship. *Economic Modelling*, 67, 88-101.
- Narayan, P., Ahmed, H., & Narayan, S. (2015). Do Momentum-based Trading Strategies Work in the Commodity Futures Markets? *Journal of Futures Markets*, 35, 868-891.
- Pesaran, M., Shin, Y., & Smith, R. (2001). Bounds Testing Approaches to The Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*. 16, 289-326.
- Purnawan, ME & Puspitasari, IF. (2021). Gold, Uncertainty, Macroeconomy, Inflation Hedging, and Safe Haven in Indonesia. *Economics Development Analysis Journal* 10(2). 153-161.
- Soemarpradja, T. (2012). Emas Sebagai Lindung-Nilai Inflasi. *Binus Business Review*, Vol.3, 898-907.
- Zhu, Y., Fan, J., & Tucker, J. (2017). The impact of monetary policy on gold price dynamics. *Research in International Business and Finance*.