

Dinamika Perdagangan Internasional, Harga Energi, dan Pasar Saham terhadap Utang Pemerintah Malaysia: Tinjauan Stabilitas Makroekonomi Islam

Ihsan Faris Kurnia, Akhmad Zaki Firmansyah
Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Syarif Hidayatullah Jakarta

*Korespondensi: ihsanfrskrn@gmail.com

Abstract

The escalation of government debt in response to global economic dynamics has raised concerns regarding macroeconomic stability, particularly from an Islamic economic perspective that avoids reliance on interest-based deficit financing. Addressing this urgency, this study aims to analyze the impact of international trade dynamics (exports and imports), energy price fluctuations (petrol), and stock market stability on the Malaysian government debt. This study employs a quantitative approach utilizing the Vector Error Correction Model (VECM) on time-series data. Cointegration tests indicate a long-term equilibrium relationship among the variables. The Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) analysis reveals that shocks in the import variable dominate the contribution to the swelling of government debt, reaching 95.43% in the third period. This finding is reinforced by the Granger Causality test, which confirms a significant one-way causal relationship from imports and petrol prices to government debt. From an Islamic macroeconomic perspective, the high reliance on imports and the burden of energy subsidies financed through debt instruments potentially threaten the resilience of the Baitul Mal and contradict the principles of Maqashid Shariah. Therefore, this study recommends strengthening the real sector through the halal industry, transitioning towards a green economy, and optimizing Sukuk instruments as a sustainable financing alternative.

Keywords: Government Debt; International Trade; Energy Prices; VECM; Islamic Macroeconomics.

Abstrak

Peningkatan utang pemerintah dalam merespons dinamika perekonomian global telah memunculkan kekhawatiran terhadap stabilitas makroekonomi, khususnya dari perspektif ekonomi Islam yang menghindari ketergantungan pada pembiayaan defisit berbasis bunga (riba). Berangkat dari urgensi tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dinamika perdagangan internasional (ekspor dan impor), fluktuasi harga energi, dan stabilitas pasar saham terhadap utang pemerintah Malaysia. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *Vector Error Correction Model* (VECM) pada data *time series*. Hasil uji kointegrasi menunjukkan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antarvariabel. Hasil analisis *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) mengungkapkan bahwa guncangan pada variabel impor mendominasi kontribusi terhadap pembengkakan utang pemerintah hingga mencapai 95,43% pada periode ketiga. Temuan ini diperkuat oleh uji Kausalitas Granger yang mengonfirmasi adanya hubungan sebab-akibat satu arah yang signifikan dari impor dan harga energi terhadap utang pemerintah. Dari perspektif makroekonomi Islam, tingginya ketergantungan impor dan beban subsidi energi yang dibiayai melalui instrumen utang berpotensi mengancam ketahanan *Baitul Mal* dan bertentangan dengan prinsip *Maqashid Syariah*. Oleh karena itu, penelitian ini merekomendasikan penguatan sektor riil melalui industri halal, transisi menuju *green economy*, serta optimalisasi instrumen Sukuk sebagai alternatif pembiayaan yang berkelanjutan.

Kata kunci: Utang Pemerintah; Perdagangan Internasional; Harga Energi; VECM; Makroekonomi Islam.

PENDAHULUAN

Ketergantungan terhadap utang telah menjadi instrumen krusial sekaligus risiko utama bagi ketahanan ekonomi Malaysia. Rasio utang pemerintah Malaysia terhadap PDB menunjukkan tren eskalasi yang mengkhawatirkan, meningkat hampir dua kali lipat dari 31,9% pada tahun 1997 menjadi 60,4% pada tahun 2022 (Nagarajan et al., 2022). Meskipun penambahan utang sering kali ditujukan untuk menstimulasi pertumbuhan ekonomi berkelanjutan (Burhanudin et al., 2017), terdapat kekhawatiran mengenai efektivitasnya ketika beban pembayaran bunga mulai menggerus ruang fiskal. Secara empiris, Malaysia diperkirakan memiliki ambang batas (*threshold*) utang antara 70% hingga 74% dari PDB; jika melampaui angka tersebut, utang tidak lagi mendorong pertumbuhan melainkan justru berpotensi menghambat dinamika ekonomi (Nagarajan et al., 2022).

Sejalan dengan dinamika tersebut, posisi utang pemerintah tidak hanya dipengaruhi oleh kebijakan fiskal, tetapi juga oleh faktor eksternal seperti kinerja perdagangan internasional yang tercermin dalam ekspor dan impor (Melinda et al., 2025). Neraca perdagangan memainkan peran kunci dalam menentukan ambang batas utang suatu negara; negara yang memiliki efektivitas pemerintahan yang tinggi serta manajemen perdagangan yang baik cenderung mampu menanggung tingkat utang yang lebih tinggi tanpa mengganggu stabilitas ekonominya (Butkus & Seputiene, 2018). Peningkatan impor yang tidak diimbangi dengan pertumbuhan ekspor yang sepadan berpotensi menciptakan tekanan pada neraca berjalan, yang pada akhirnya mendorong kebutuhan pembiayaan eksternal melalui akumulasi utang pemerintah.

Tekanan fiskal akibat ketidakseimbangan perdagangan tersebut sering kali diperparah oleh faktor eksternal lainnya, seperti fluktuasi harga energi yang menjadi determinan krusial bagi postur anggaran Malaysia. Sebagai negara yang masih memberikan subsidi energi yang cukup besar, gejolak harga energi dunia dapat menekan anggaran negara secara signifikan. Sejarah menunjukkan bahwa lonjakan utang di Malaysia sering kali merupakan hasil dari stimulus fiskal yang besar untuk merespons guncangan eksternal, termasuk penurunan harga komoditas energi yang menggerus pendapatan domestik (Burhanudin et al., 2017). Di sisi lain, ketika harga energi melambung tinggi, beban subsidi yang membengkak juga memaksa pemerintah mencari pembiayaan tambahan. Ketidakpastian fiskal yang bersumber dari sektor perdagangan dan fluktuasi harga energi ini pada gilirannya akan mentransmisikan sentimen ke sektor keuangan, di mana keberadaan pasar saham saat ini bertindak sebagai salah satu faktor penentu yang memengaruhi stabilitas utang pemerintah.

Dinamika di pasar saham, baik konvensional maupun syariah, merespon kondisi ekonomi makro secara sensitif dan memberikan tekanan tambahan bagi stabilitas pengelolaan utang negara. Indeks harga saham di Malaysia terbukti memiliki hubungan kointegrasi yang kuat dengan variabel makroekonomi seperti jumlah uang beredar, suku bunga, nilai tukar, tingkat produksi, dan harga konsumen (Fitriyanto et al., 2021). Ketika terjadi volatilitas di pasar saham, risiko *capital outflow* meningkat, yang pada gilirannya dapat menekan nilai tukar domestik dan berdampak langsung pada kenaikan beban

pembayaran utang luar negeri, khususnya yang berdenominasi valuta asing asing (Adelia & Rahmiyati, 2026). Keterhubungan erat antara pasar saham dan variabel makroekonomi menciptakan mekanisme umpan balik (*feedback loop*), di mana ketidakstabilan finansial dapat memperburuk kondisi fiskal, sehingga pemerintah sering kali terdorong untuk meningkatkan penarikan utang demi menjaga likuiditas dan stabilitas ekonomi (Hussin et al., 2012). Namun, strategi mitigasi tersebut mengancam keberlanjutan fiskal jangka panjang apabila tidak diimbangi dengan penguatan fundamental ekonomi dan pengelolaan risiko yang efektif.

Mengingat besarnya risiko keberlanjutan tersebut, dinamika akumulasi utang fiskal ini perlu ditinjau melalui perspektif stabilitas makroekonomi Islam, di mana fenomena ketergantungan pada pembiayaan defisit berbasis bunga (*riba*) merupakan masalah fundamental yang harus dihindari. Praktik utang konvensional cenderung memicu perilaku *hyperbolic discounting*, di mana otoritas mengambil manfaat ekonomi jangka pendek tanpa mempertimbangkan beban biaya bunga yang akan memberatkan generasi mendatang (Swastika & Othman, 2019). Ekonomi Islam menekankan bahwa manajemen anggaran harus dilakukan secara hati-hati, adil, berkelanjutan, dan bebas dari praktik ribawi (Nisa et al., 2025). Sebagai solusi alternatif untuk melepaskan diri dari jebakan utang konvensional, penggunaan instrumen keuangan Islam seperti Sukuk dapat menjadi solusi strategis dalam membiayai proyek pembangunan tanpa menciptakan beban bunga, sekaligus menjaga keseimbangan yang kokoh antara sektor moneter dan sektor riil (Meryem & Ahlem, 2026).

Upaya mengurangi keterkaitan antarvariabel makroekonomi tersebut sebenarnya telah banyak dilakukan oleh para peneliti terdahulu, namun masih menyisakan perdebatan empiris. Sebagai contoh, penelitian oleh Syukri (2020) menunjukkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas dua arah antara variabel ekspor, impor, dan utang luar negeri, meskipun terdapat hubungan satu arah dari impor menuju utang luar negeri yang diproyeksikan untuk sepuluh tahun kedepan menunjukkan bahwa utang luar negeri memberikan respons positif terhadap impor dalam jangka panjang. Masalah ini perlu dipertimbangkan oleh pemerintah dalam mengelola utang luar negeri untuk kepentingan negara, bukan hanya untuk meningkatkan pendanaan negara. Sementara itu, Gokmenoglu & Rafik (2018) menurut temuannya pada uji Granger bahwa pasar modal yang menyebabkan utang luar negeri serta terdapat hubungan jangka panjang antar variabel. Penelitian lain oleh Lau et al., (2015) menunjukkan adanya hubungan kausalitas jangka pendek antara utang luar negeri dengan indikator makroekonomi lainnya..

Meskipun literatur terdahulu telah banyak membahas hubungan utang dengan pertumbuhan atau pengaruh makroekonomi terhadap pasar saham secara terpisah. Namun, terdapat celah penelitian mengenai bagaimana ekspor, impor, pasar saham, dan harga energi berinteraksi secara simultan dalam memengaruhi dinamika utang pemerintah Malaysia melalui kaca mata ekonomi Islam. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dinamika perdagangan internasional, harga energi, dan pasar saham terhadap utang pemerintah Malaysia dalam kerangka stabilitas makroekonomi Islam yang berkelanjutan.

TINJAUAN PUSTAKA

a. Utang Pemerintah Malaysia

Utang pemerintah di Malaysia telah menunjukkan tren peningkatan yang signifikan, terutama pasca krisis ekonomi tahun 1997. Menurut Nagarajan et al. (2022), rasio utang pemerintah terhadap PDB Malaysia hampir berlipat ganda menjadi 60,4% pada tahun 2022, dengan ambang batas (*threshold*) kritis yang diperkirakan berada pada angka 70% hingga 74%. Analisis empiris oleh Taasim et al. (2021) menunjukkan adanya *structural break* dalam lintasan utang Malaysia, di mana manajemen utang publik perlu diimbangi dengan stabilitas institusional untuk mencegah dampak negatif terhadap pertumbuhan. Lebih lanjut, Kassouri et al. (2021) menekankan bahwa dalam ekonomi berkembang, efek ambang batas utang bersifat dinamis dan sangat dipengaruhi oleh heterogenitas waktu serta guncangan eksternal yang tidak terobservasi.

b. Perdagangan Internasional: Ekspor dan Impor

Kinerja perdagangan internasional merupakan determinan krusial bagi keberlanjutan fiskal. Butkus & Seputiene (2018) menjelaskan bahwa saldo perdagangan (ekspor dan impor) membentuk kemampuan suatu negara dalam menanggung beban utang; negara dengan efektivitas pemerintahan yang tinggi mampu mengelola defisit perdagangan tanpa mengorbankan pertumbuhan ekonomi. Dalam konteks regional, Taasim et al. (2021) mengkonfirmasi bahwa keterbukaan perdagangan memiliki kontribusi signifikan terhadap dinamika ekonomi di Asia Timur, namun ketergantungan yang tinggi pada impor produk tertentu dapat memperlemah posisi cadangan devisa dan memaksa pemerintah untuk mencari pembiayaan luar negeri yang menambah beban utang.

c. Pasar Saham Malaysia

Pasar saham berfungsi sebagai indikator likuiditas dan kepercayaan investor yang memengaruhi biaya modal pemerintah Hussin et al. (2012) menemukan bahwa indeks saham syariah (FBMES) dan konvensional di Malaysia terintegrasi secara kuat dengan variabel makroekonomi dalam jangka panjang. Studi perbandingan oleh Nugroho (2020) memperkuat temuan ini dengan menunjukkan bahwa guncangan pada produksi industri dan indeks harga konsumen memiliki transmisi langsung terhadap kinerja pasar saham di Malaysia. Selain itu, Ardana (2016) menekankan bahwa volatilitas nilai tukar dan indeks global sering kali menjadi pemicu fluktuasi pasar saham domestik yang pada akhirnya berimbas pada stabilitas pembiayaan sektor publik.

d. Harga Energi

Harga energi merupakan variabel sensitif dalam struktur anggaran Malaysia karena kebijakan subsidi energi yang diterapkan pemerintah. Burhanudin et al. (2017) mencatat bahwa penurunan harga energi dunia yang mengurangi pendapatan negara merupakan salah satu pemicu utama lonjakan utang pemerintah Malaysia karena beban stimulus fiskal tetap tinggi. Hal ini diperkuat oleh Nisa et al. (2025) yang mengidentifikasi harga energi dunia sebagai faktor makroekonomi signifikan yang menentukan besaran defisit anggaran. Dalam jangka pendek, kenaikan harga energi domestik akibat penyesuaian subsidi sering kali

dilakukan untuk menjaga keberlanjutan fiskal, namun hal ini juga memberikan tekanan inflasi yang memengaruhi variabel makro lainnya Ardana (2016).

e. Stabilitas Makroekonomi Islam

Dalam perspektif Islam, pengelolaan ekonomi harus mengedepankan keseimbangan antara sektor moneter dan sektor riil. Swastika & Othman (2019) mengkritik praktik utang berbunga dalam kebijakan fiskal Malaysia yang cenderung mencerminkan perilaku *hyperbolic discounting*, di mana manfaat jangka pendek diambil dengan mengabaikan beban bunga di masa depan. Manajemen anggaran Islam mensyaratkan transparansi dan keadilan dalam distribusi kesejahteraan, sehingga defisit anggaran tidak boleh membebani masyarakat secara tidak adil melalui utang ribawi (Nisa et al., 2025). Sebagai solusi pembangunan, Meryem & Ahlem (2026) menyoroti peran strategis Sukuk di Malaysia sebagai instrumen pembiayaan yang lebih stabil dan sesuai syariah karena terikat pada aset riil, yang berkontribusi pada pencapaian kesejahteraan inklusif (*inclusive welfare*) sebagaimana diamanahkan dalam prinsip keuangan publik sosial Islam (Juhro et al., 2025).

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif berbasis data sekunder dengan runtut waktu (*time series*) dari Januari 2021 sampai dengan Desember 2023. Lima variabel makroekonomi Malaysia yang diobservasi meliputi Utang Pemerintah (Y), Ekspor (X1), Impor (X2), Pasar Saham (X3), dan Harga Energi (X4). Untuk menyamakan skala pengukuran dan mereduksi fluktuasi, seluruh deret data ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma (Log). Analisis utama pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan pendekatan *Vector Auto Regression (VAR)*.

Pendekatan melalui VAR diterapkan jika data yang digunakan stasioner dan tidak ada kointegrasi. Jika data yang digunakan stasioner tetapi ada kointegrasi, alat analisis yang akan diterapkan adalah metode *Vector Correction Model (VECM)*. Terdapat beberapa tahapan pengujian pra-estimasi yang akan digunakan sebelum menggunakan metode analisis VAR, yaitu uji stasioneritas, uji stabilitas VAR, dan uji lag optimum. Unit root test merupakan uji yang paling populer untuk mengetahui stasioneritas dengan menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller (ADF)*.

Hasil deret stasioner akan mengarah pada penggunaan VAR dengan metode standar. Sementara itu, deret non-stasioner akan memiliki implikasi terhadap penggunaan VAR dalam bentuk diferensiasi VECM. Kehadiran variabel non-stasioner meningkatkan kemungkinan hubungan kointegrasi antar variabel. Uji stabilitas VAR dilakukan agar *Impulse Response Function (IRF)* dan *Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)* yang dihasilkan dianggap valid.

Uji stabilitas VAR dilakukan dengan menghitung akar-akar fungsi polinomial atau yang dikenal sebagai akar-akar polinomial karakteristik. Jika semua akar fungsi polinomial berada di dalam lingkaran satuan atau jika modulusnya kurang dari 1, model VAR dianggap stabil. Kointegrasi adalah hubungan jangka panjang antara variabel-variabel yang meskipun secara individual tidak stasioner, namun kombinasi linier antar variabel dapat bersifat

stasioner. Uji kointegrasi bertujuan untuk menentukan apakah variabel-variabel tersebut tidak stasioner atau tidak.

Dua variabel tidak stasioner sebelum diferensiasi tetapi stasioner pada perbedaan pertama sehingga ada kemungkinan besar terjadinya kointegrasi, yang berarti ada hubungan jangka panjang antara keduanya. Penentuan lag optimal dapat diidentifikasi menggunakan *Akaike Info Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC), dan *Hannan Quinn Criterion* (HQ). Dalam penelitian ini, salah satu metode di atas akan digunakan melalui kriteria yang ditetapkan oleh masing-masing metode. Kelambatan variabel diperlukan untuk menangkap pengaruh variabel-variabel ini terhadap variabel lain dalam model. Pengujian lag optimal sangat berguna untuk mengatasi masalah autokorelasi pada sistem VAR, sehingga dengan menggunakan lag optimal diharapkan masalah autokorelasi tidak muncul.

Uji Kausalitas Granger dilakukan untuk melihat hubungan kausalitas antara variabel-variabel dalam model. Hal ini dilakukan karena pada kenyataannya perilaku kelayakan ekonomi tidak hanya memiliki hubungan satu arah tetapi juga menunjukkan hubungan dua arah yang dikenal sebagai konsep kausalitas. *Impulse Response Function* (IRF) adalah metode yang digunakan untuk menentukan respons variabel endogen terhadap guncangan variabel tertentu. Analisis IRF bertujuan untuk mengetahui berapa lama waktu yang dibutuhkan suatu variabel untuk merespons perubahan pada variabel lain.

Guncangan (*shock*) dari variabel endogen secara langsung memengaruhi variabel itu sendiri dan juga diteruskan ke semua variabel endogen lainnya melalui struktur dinamis dalam model VECM. IRF mengukur efek guncangan pada inovasi variabel endogen pada saat itu dan di masa mendatang. *Forecast Error Vanance Decomposition* (FEVD) adalah metode untuk melihat kekuatan dan kelemahan setiap variabel yang memengaruhi variabel lain dalam jangka waktu yang lama. FEVD bertujuan untuk memprediksi kontribusi persentase varians untuk setiap variabel akibat perubahan pada variabel tertentu dalam sistem VAR. Dengan demikian, melalui FEVD dapat diketahui faktor-faktor tertentu yang memengaruhi fluktuasi variabel tertentu.

HASIL PEMBAHASAN

a. Hasil

1. Uji Stasioneritas dan Kointegrasi

Tabel 1. Uji Stasioneritas Variabel

Variabel	Level			1 st Difference		
	ADF	Prob	Hasil	ADF	Prob	Hasil
Log Gov. Debt	0,178	0,9673	Belum stat	6,361	0,0000	Sudah stat
Log Ekspor	1,557	0,4920	Belum stat	8,378	0,0000	Sudah stat
Log Impor	5,045	0,0002	Sudah stat			
Log Pasar Saham	2,327	0,1693	Belum stat	8,437	0,0000	Sudah stat
Log Harga Energi	1,607	0,4682	Belum stat	7,354	0,0000	Sudah stat

Sumber: Data Sekunder diolah, 2024

Berdasarkan hasil uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF), ditemukan bahwa mayoritas variabel stasioner pada tingkat diferensi pertama (*1st Difference*), yakni Utang Pemerintah, Ekspor, Pasar Saham, dan Harga Energi ($Prob < 0,05$). Pengecualian terjadi pada variabel Impor yang telah stasioner sejak tingkat dasar (*Level*) dengan nilai probabilitas 0,0002. Selanjutnya, uji Johansen mengonfirmasi adanya hubungan kointegrasi antarvariabel. Hal ini membuktikan eksistensi keseimbangan jangka panjang, sehingga pemodelan VECM sangat tepat dan valid untuk digunakan.

Gambar 1. Hasil Uji Kointegrasi (Johansen Cointegration)

Date: 11/30/24 Time: 12:36
 Sample (adjusted): 2021M04 2023M12
 Included observations: 33 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LOGX1 LOGX2 LOGX3 LOGX4 LOGX5
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.645426	79.86411	69.81889	0.0064
At most 1	0.459758	45.64842	47.85613	0.0794
At most 2	0.377008	25.32906	29.79707	0.1500
At most 3	0.141071	9.712758	15.49471	0.3035
At most 4 *	0.132601	4.694469	3.841465	0.0303

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Sumber: Eviews diolah, 2024

Ketika hasil Trace Statistic > Critical Value → Dikatakan terjadi hubungan kointegrasi sehingga permodelan tidak bias dilanjutkan dengan analisis VAR tetapi dilanjutkan dengan analisis VECM.

2. Estimasi Jangka Panjang dan Jangka Pendek (VECM)

Tabel 2. Estimasi VECM Jangka Panjang

Jangka Panjang			
Variabel	Koefisien	T-Hitung	Signifikansi
D(LOGX2(-1))	-0,1736	[3,9998]	Sig
D(LOGX3(-1))	0,1716	[4,6675]	Sig
D(LOGX4(-1))	-0,2116	[2,1737]	Sig
D(LOGX5(-1))	0,2644	[2,6677]	Sig

Sumber: Eviews diolah, 2024

Hasil estimasi VECM menunjukkan dinamika yang komprehensif. Pada estimasi jangka panjang, variabel Ekspor, Impor, Pasar Saham, dan Harga Energi terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap Utang Pemerintah Malaysia (nilai T-hitung > T-tabel).

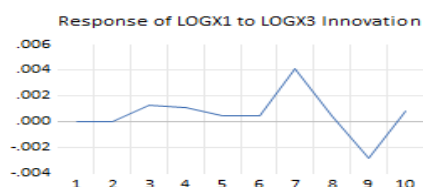
Tabel 3. Estimasi VECM Jangka Pendek

Jangka Pendek			
Variabel	Koefisien	T-Hitung	Signifikansi
CointEq1	0,0345	[3,8995]	
D(LOGX1(-1))	0,2285	[1,2204]	Tidak sig
D(LOGX1(-2))	-0,4702	[3,4346]	Sig
D(LOGX2(-1))	0,0059	[3,7978]	Sig
D(LOGX2(-2))	0,0002	[0,1983]	Tidak sig
D(LOGX3(-1))	-0,0057	[3,8942]	Sig
D(LOGX3(-2))	0,0019	[1,3923]	Tidak sig
D(LOGX4(-1))	0,0074	[2,4325]	Sig
D(LOGX4(-2))	0,0039	[1,3675]	Tidak sig
D(LOGX5(-1))	-0,0063	[1,6753]	Tidak sig
D(LOGX5(-2))	0,0002	[0,0759]	Tidak sig

Sumber: Eviews diolah, 2024

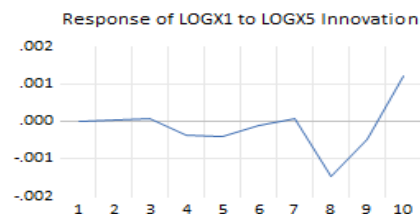
Berdasarkan Tabel 3 di atas, hasil estimasi VECM jangka pendek menunjukkan dinamika yang berbeda dengan jangka panjang. Dalam jangka pendek, fluktuasi Utang Pemerintah (Gov. Debt) secara signifikan hanya dipengaruhi oleh variabel masa lalu (*lag* pertama) dari Ekspor, Impor, dan Pasar Saham. Sementara itu, variabel fluktuasi harga energi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap utang pemerintah dalam jangka pendek. Dalam jangka pendek, fluktuasi Utang Pemerintah secara signifikan dipengaruhi oleh variabel masa lalu (*lag*) dari Ekspor, Impor, dan Pasar Saham.

Gambar 2. Pengaruh Impor terhadap Utang



Sumber: Eviews diolah, 2024

Gambar 3. Pengaruh Harga Energi terhadap Utang



Sumber: Eviews diolah, 2024

Hasil *Impulse Response Function* (IRF) pada Gambar 2 menunjukkan bahwa guncangan Impor direspons positif secara instan dan permanen oleh Utang Pemerintah, mengonfirmasi dampak langsung impor terhadap pembengkakan utang. Sebaliknya, respons utang terhadap guncangan Harga Energi (Gambar 3) menunjukkan jeda waktu (*lag*); berfluktuasi di periode awal namun konsisten meningkat sejak periode ke-4. Hal ini mengindikasikan beban jangka panjang terhadap fiskal melalui mekanisme subsidi energi.

3. Analisis FEVD dan Uji Kausalitas Granger

Gambar 4. Analisis Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)

Variance Decomposition of LOGX1:

Period	S.E.	LOGX1	LOGX2	LOGX3	LOGX4	LOGX5
1	0.000155	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.000261	97.26660	0.060817	1.354978	0.644059	0.673551
3	0.001319	3.951268	0.078871	95.43083	0.126889	0.412140
4	0.001757	4.104083	0.152109	90.88452	0.078806	4.780483
5	0.002029	13.20550	0.727431	72.93070	5.559043	7.577326
6	0.002168	11.90849	2.359535	67.57554	11.18021	6.976230
7	0.004752	4.659094	0.491082	90.88207	2.498445	1.469305
8	0.005021	5.347813	0.557995	82.18172	2.256774	9.655701
9	0.006226	11.45267	0.847415	73.96198	6.899642	6.838301
10	0.006580	14.33524	1.162110	67.85378	7.214708	9.434168

Sumber: Eviews diolah, 2024

Analisis *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) memberikan temuan yang sangat mencolok. Selain dijelaskan oleh *shock* dari dirinya sendiri (3,95%), varians Utang Pemerintah pada periode ke-3 didominasi oleh guncangan pada variabel Impor yang kontribusinya mencapai 95,43%. Variabel lain seperti Harga Energi (0,41%), Pasar Saham (0,12%), dan Ekspor (0,07%) memberikan kontribusi yang relatif kecil. Temuan ini diperkuat oleh Uji Kausalitas Granger yang menunjukkan ketiadaan hubungan dua arah, melainkan hubungan satu arah yang signifikan. Terdapat kausalitas kausalitas satu arah dari Impor ke Utang Pemerintah, serta dari Harga Energi ke Utang Pemerintah (Probabilitas < Alpha). Artinya, dinamika Impor dan Harga Energi bertindak sebagai *leading indicators* yang secara riil memicu pembengkakan Utang Pemerintah Malaysia.

Tabel 4. Uji Kausalitas Granger

Hipotesis Nol	F-Statistik	Probabilitas	Keterangan
Ekspor tidak mempengaruhi Utang Pemerintah	1.23419	0.3089	Tidak Signifikan
Utang Pemerintah tidak mempengaruhi Ekspor	1.87974	0.1743	Tidak Signifikan

Impor tidak mempengaruhi Utang Pemerintah	21.6583	0.0000	Signifikan (Satu Arah)
Utang Pemerintah tidak mempengaruhi Impor	1.58169	0.2262	Tidak Signifikan
Pasar Saham tidak mempengaruhi Utang Pemerintah	0.36427	0.6985	Tidak Signifikan
Utang Pemerintah tidak mempengaruhi Pasar Saham	2.53509	0.1002	Tidak Signifikan
Harga Energi tidak mempengaruhi Utang Pemerintah	7.11979	0.0038	Signifikan (Satu Arah)
Utang Pemerintah tidak mempengaruhi Harga Energi	1.57969	0.2266	Tidak sig

Sumber: Eviews diolah, 2024

Berdasarkan Tabel di atas, kausalitas Granger menolak Hipotesis Nol (H_0) pada hubungan Impor terhadap Utang Pemerintah, serta Harga Energi terhadap Utang Pemerintah ($\text{Prob} < 0,05$). Hal ini mengonfirmasi adanya hubungan kausalitas satu arah (*one-way causality*), di mana fluktuasi Impor dan Harga Energi secara signifikan memicu perubahan pada Utang Pemerintah Malaysia. Sebaliknya, tidak ditemukan bukti empiris bahwa Utang Pemerintah memberikan efek umpan balik terhadap Impor maupun Harga Energi, begitu pula dengan variabel Ekspor dan Pasar Saham yang tidak memiliki hubungan kausalitas langsung terhadap Utang Pemerintah.

b. Pembahasan

1. Dominasi Impor terhadap Utang: Urgensi Penguatan Sektor Riil

Temuan FEVD dan Granger Causality secara tegas menempatkan "Impor" sebagai variabel yang paling mendominasi pembengkakan utang pemerintah (menjelaskan 95,43% varians). Hal ini sejalan dengan penelitian oleh Syukri (2020) bahwa selama sepuluh tahun, utang luar negeri dipengaruhi oleh impor dengan 10,67%. Kemudian, analisis IRF selama sepuluh tahun menunjukkan respons rasio utang luar negeri terhadap impor merupakan tertinggi kedua, di mana reaksi utang luar negeri terhadap impor cenderung stagnan di awal namun dapat berfluktuasi pada tahun ketiga hingga tahun-tahun berikutnya.

Secara empiris dalam konteks makro ekonomi, tingginya ketergantungan impor khususnya pada bahan baku antara (*intermediate goods*) dan produk konsumsi menciptakan tekanan struktural pada defisit neraca berjalan yang secara bertahap menguras cadangan devisa. Temuan ini didukung oleh kajian Taasim et al. (2021) yang mengonfirmasi bahwa ketergantungan yang tinggi pada akhirnya memaksa pemerintah untuk mencari sumber pembiayaan luar negeri yang secara langsung menambah beban utang. Untuk menutupi celah likuiditas ini, pemerintah terpaksa menerbitkan instrumen utang secara berkesinambungan.

Dalam kacamata ekonomi Islam, praktik pembiayaan defisit yang sangat bergantung pada utang luar negeri berbasis bunga (*riba*) merupakan ancaman serius bagi kedaulatan ekonomi suatu negara. Ekonomi Islam mensyaratkan bahwa aktivitas ekonomi harus digerakkan oleh sektor riil yang produktif, bukan sektor moneter yang spekulatif atau sekedar untuk membiayai konsumen impor yang berlebih. Tingginya angka impor tersebut secara fundamental mencerminkan lemahnya kemandirian produksi domestik. Sebagai solusi yang berkesinambungan, negara dituntut untuk memperkuat ketahanan sektor riil domestik, khususnya melalui percepatan hilirisasi dan pengembangan ekosistem rantai nilai industri halal global. Optimalisasi produksi internal ini tidak hanya akan menekan laju impor secara natural, tetapi juga secara efektif mampu memutus siklus "gali lubang tutup lubang" (*debt trap*) yang selama ini mencederai prinsip keadilan antargenerasi akibat penumpukan beban di masa depan (*hyperbolic discounting*).

2. Fluktuasi Harga Energi dan Ketahanan Baitul Mal

Hasil uji Granger menunjukkan bahwa Harga Energi memiliki hubungan kausalitas langsung terhadap Utang Pemerintah. Temuan ini dapat dijelaskan melalui mekanisme fiskal Malaysia yang masih mengalokasikan anggaran besar untuk mensubsidi bahan bakar fosil. Ketika harga energi global berkejang, beban subsidi meningkat tajam sehingga pengeluaran negara menjadi lebih besar daripada penerimaan fiskalnya. Kondisi tersebut secara otomatis memperlebar defisit anggaran dan mendorong pemerintah untuk meningkatkan pembiayaan melalui utang guna menjaga stabilitas ekonomi serta daya beli masyarakat. Rantai transmisi ini sejalan dengan penelitian oleh Nisa et al. (2025) yang mengidentifikasi fluktuasi harga energi global sebagai determinan makroekonomi yang secara signifikan menentukan besar kecilnya defisit anggaran. Di sisi lain, meskipun penyesuaian subsidi kerap dilakukan dalam jangka pendek untuk menjaga keberlanjutan fiskal, langkah tersebut sering kali memicu tekanan inflasi yang memengaruhi variabel makroekonomi lainnya secara negatif (Ardana, 2016).

Ditinjau dari perspektif stabilitas makroekonomi Islam, tata kelola fiskal negara harus berlandaskan pada prinsip efisiensi, keberlanjutan, dan secara tegas menghindari praktik pemborosan (*israf*). Mekanisme pengelolaan fiskal ini dapat dianalogikan melalui institusi *Baitul Mal* yang menekankan optimalisasi penggunaan dana publik untuk kemaslahatan masyarakat yang produktif. Prinsip ini sejalan

dengan *maqashid syariah hifz al-mal* (melindungi harta), yang menuntut negara menjaga stabilitas fiskal dan menghindari kebijakan yang berpotensi membebani generasi mendatang. Prinsip ini juga selaras dengan konsep *Green Economy* yang mendorong efisiensi dan keberlanjutan sumber daya alam. Mempertahankan subsidi yang memanjakan konsumsi energi fosil bertentangan dengan prinsip pelestarian lingkungan hidup sekaligus mencederai keberlanjutan dana publik. Oleh karena itu, arsitektur fiskal dalam ekonomi islam merekomendasikan realokasi subsidi energi fosil menjadi investasi produktif pada sektor energi terbarukan. Transformasi ini tidak hanya akan membentengi *Baitul Mal* dari ancaman guncangan harga energi eksternal, tetapi juga secara struktural mereduksi rasio utang pemerintah dalam jangka panjang.

3. Pasar Saham Syariah sebagai Katalisator Likuiditas

Berdasarkan hasil uji kausalitas Granger, tidak ditemukan hubungan sebab-akibat secara langsung dari volatilitas Pasar Saham terhadap Utang Pemerintah dalam jangka pendek. Temuan ini tidak sepenuhnya sejalan dengan simpulan Gokmenoglu & Rafik (2018) yang mengklaim bahwa pasar modal menjadi pemicu utama eskalasi utang. Meski demikian, estimasi VECM jangka panjang dalam penelitian ini tetap mengonfirmasi adanya pengaruh yang signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa dinamika pasar saham tidak bertindak sebagai pemicu instan penarikan utang layaknya variabel impor, melainkan lebih berfungsi sebagai cerminan ekspektasi likuiditas dan stabilitas ekonomi dalam rentang waktu yang lebih panjang.

Secara makroekonomi, transmisi pasar saham bersinggungan dengan postur utang pemerintah melalui jalur pembiayaan domestik. Ketika fundamental ekonomi riil terganggu misalnya akibat defisit neraca perdagangan sentimen investor akan tertekan dan memicu pelarian modal (*capital outflow*). Volatilitas pasar modal yang tinggi ini akan mengeringkan likuiditas domestik dan meningkatkan persepsi risiko, yang pada akhirnya mendongkrak biaya pembiayaan (*cost of fund*) bagi pemerintah. Dalam situasi ketatnya likuiditas internal inilah, opsi instrumen utang eksternal sering kali diambil pemerintah demi menjaga stabilitas fiskal.

Untuk memitigasi kerentanan tersebut, kerangka stabilitas makroekonomi Islam menempatkan pasar saham syariah di posisi yang sangat krusial. Berbeda dengan pasar modal konvensional, ekosistem saham syariah didesain untuk menarik likuiditas yang murni terbebas dari unsur spekulasi distorsif (*maysir*) maupun bunga (*riba*). Dana tersebut kemudian diinkubasi dan disalurkan secara langsung ke sektor produktif melalui skema bagi hasil seperti *mudharabah* atau *musyarakah*. Apabila instrumen pasar saham syariah domestik diperkuat, likuiditas swasta dapat terserap secara optimal untuk mendanai proyek-proyek strategis negara. Dengan demikian, optimalisasi pasar saham syariah dapat menjadi katalisator terbentuknya struktur

pembiayaan negara yang tangguh, mandiri, dan berkelanjutan, sehingga secara bertahap mereduksi ketergantungan pada utang luar negeri.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis *Vector Error Correction Model* (VECM) terhadap dinamika makroekonomi Malaysia, penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat hubungan keseimbangan jangka panjang yang signifikan antara perdagangan internasional (ekspor dan impor), harga energi, stabilitas pasar saham, dan utang pemerintah. Secara spesifik, guncangan pada variabel impor dan harga energi merupakan determinan utama yang memicu pembengkakan utang pemerintah. Analisis *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) membuktikan bahwa ketergantungan impor mendominasi lebih dari 95% varians utang pada periode pengamatan, yang turut diperkuat oleh hasil uji Kausalitas Granger yang menunjukkan hubungan sebab-akibat satu arah dari impor dan harga energi terhadap peningkatan utang pemerintah.

Dari tinjauan stabilitas makroekonomi Islam, arsitektur fiskal yang sangat rentan terhadap syok eksternal ini memicu siklus ketergantungan pada pembiayaan defisit berbasis bunga (riba), yang bertentangan dengan prinsip *Maqashid Syariah*. Tingginya impor barang konsumtif mencerminkan belum optimalnya kemandirian sektor riil, sementara kerentanan terhadap fluktuasi harga energi memberikan beban subsidi yang mengancam keberlanjutan *Baitul Mal* (kas negara). Praktik menutupi defisit operasional melalui penarikan utang terus-menerus ini merupakan bentuk *hyperbolic discounting* yang menggeser beban ekonomi kepada generasi mendatang dan mencederai keadilan antargenerasi.

Oleh karena itu, penelitian ini merekomendasikan langkah-langkah mitigasi strategis bagi pemangku kebijakan. Pertama, pemerintah harus memperkuat kemandirian sektor riil domestik, khususnya melalui ekspansi industri halal guna menekan defisit neraca perdagangan akibat tingginya impor. Kedua, diperlukan realokasi anggaran subsidi energi fosil menuju investasi energi terbarukan (*Green Economy*) untuk melindungi postur fiskal dari guncangan harga energi global. Ketiga, otoritas fiskal dan moneter harus mengoptimalkan instrumen pasar saham syariah, seperti penerbitan Sukuk berbasis proyek riil (*project-based sukuk*), untuk menyerap likuiditas domestik sebagai alternatif pembiayaan pembangunan yang bebas riba dan lebih tahan terhadap volatilitas global.

DAFTAR PUSTAKA

- Adelia, P., & Rahmiyati, N. (2026). PENGARUH UTANG LUAR NEGERI, CADANGAN DEVISA, DAN EKSPOR TERHADAP STABILITAS EKONOMI DI NEGARA G20 PERIODE 2020 – 2023 MELALUI NILAI TUKAR SEBAGAI VARIABEL INTERVENING. *GEMAH RIPAHA: Jurnal Bisnis*, 6(1). <https://doi.org/10.69957/grjb.v6i01.2703>
- Ardana, Y. (2016). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (Periode Mei 2011-September 2015 Dengan Model ECM). *Jurnal Ekonomi, Bisnis & Entrepreneurship*, 10(1), 76–90.
- Burhanudin, M. D. A., Muda, R., Nathan, S. B. S. N., & Arshad, R. (2017). Real Effects of

- Government Debt on Sustainable Economic Growth in Malaysia. *Journal of International Studies*, 10(3), 161–172. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2017/10-3/12>
- Butkus, M., & Seputiene, J. (2018). Growth Effect of Public Debt : The Role of Government Effectiveness and Trade Balance. *Journal Economies*, 6(62), 1–27. <https://doi.org/10.3390/economies6040062>
- Fitriyanto, N., Ardiansyah, M., Wibowo, M. G., & Satibi, I. (2021). DINAMIKA HUBUNGAN FOREIGN DIRECT INVESTMENT (FDI), MAKROEKONOMI DAN RETURN INDEKS SAHAM SYARIAH DI EMPAT NEGARA ASEAN. *An-Nisbah: Jurnal Ekonomi Syariah*, 8(2), 322–365.
- Gokmenoglu, K., & Rafik, R. A. M. (2018). Determinants of External Debt: The Case of Malaysia. In N. Ozatac & K. K. Gökmenoglu (Eds.), *Emerging Trends in Banking and Finance* (pp. 16–33). Springer International Publishing. https://doi.org/https://doi.org/10.1007/978-3-030-01784-2_2
- Hussin, M. Y. M., Muhammad, F., Awang, S. A., & Ibrahim, M. F. (2012). Islamic Stock Market and Macroeconomic Variables: A Comparison Analysis. *Journal of Contemporary Issues and Thought Vol.*, 2, 41–56.
- Juhro, S. M., Syarifuddin, F., & Sakti, A. (2025). *Inclusive Welfare*.
- Kassouri, Y., Altıntas, H., Alancioglu, E., & Kacou, K. Y. T. (2021). New Insights on The Debt-Growth Nexus : A Combination of The Interactive Fixed Effects and Panel Threshold Approach. *International Economics*, 168, 40–55. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2021.08.001>
- Lau, E., Lee, A. S.-Y., & Arip, M. A. (2015). MACROECONOMICS DETERMINANTS OF EXTERNAL DEBT IN MALAYSIA. *International Journal of Economic Sciences*, 4(4), 14–26. <https://doi.org/10.20472/ES.2015.4.4.102>
- Melinda, K., Habsari, N. C., Ayun, K., Putra, C. N., & Firmansyah, A. H. (2025). KEBIJAKAN PEMERINTAH INDONESIA DALAM MENSTABILKAN NILAI TUKAR PERDAGANGAN DI TENGAH GEJOLAK PASAR GLOBAL. *Musyitari: Jurnal Manajemen, Akuntansi, Dan Ekonomi*, 17(11), 31–40. <https://doi.org/https://doi.org/10.2324/2p9rt703>
- Meryem, K., & Ahlem, F. (2026). Islamic Sukuk and their Developmental Role in the Economy – The Malaysian and Indonesian Experience as a Model". *Pegem Journal of Education and Instruction*, 16(1), 398–413.
- Nagarajan, S., Fauzi, M. S. M. M., Ramlee, H., & Lau, E. (2022). Does the threshold effect of government debt on growth exist for Malaysia? *Heliyon*, 8(9), 1–34. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e10524>
- Nisa, D. N. H., Zulaikah, Z., & Kurniawan, A. (2025). Analysis of The Effect of Macroeconomic Policy on The State Budget Deficit in Indonesia from An Islamic Economic Perspective (2007-2024). *Ad-Deenar: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 9(2), 283–296. <https://doi.org/10.30868/ad.v9i02.8913>
- Nugroho, T. (2020). Comparison of the Effect of Macroeconomic Variables on the Sharia Shares Index in Indonesia, Malaysia, and Turkey. *Jurnal Ekonomi Islam Indonesia*, 2(1).
- Swastika, P., & Othman, A. (2019). Hyperbolic Discounting in Fiscal Policy: The Case of Malaysian Government Budget. *International Journal of Islamic Economics*, 1(1), 43–

58.

Syukri, A. U. (2020). THE RELATIONSHIP BETWEEN GROSS DOMESTIC PRODUCT WITH INTERNATIONAL BALANCE OF PAYMENT: EMPIRICAL EVIDENCE FROM INDONESIA. *JDE (Journal of Developing Economies)*, 5(2), 107–124. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.20473/jde.v5i2.18275>

Taasim, S. I., Daud, A., Pinjaman, S., Sharimin, M. I., & Yasmin, Y. (2021). Government Debt : An Empirical Analysis with Structural Break for The Economy of Malaysia. *International Journal of Academic Research in Business & Social Sciences*, 1(17), 120–126. <https://doi.org/10.6007/IJARBS/v11-i17/11396>