



## RINGKASAN

PARDOMUAN SIHOMBING. Determinan *Yield Curve* Surat Utang Negara (SUN). Dibimbing oleh HERMANTO SIREGAR, ADLER H. MANURUNG dan PERDANA W. SANTOSA.

Pasar obligasi memainkan peranan penting sebagai alternatif sumber pembiayaan dan investasi dalam pertumbuhan ekonomi saat ini. Perkembangan obligasi pemerintah mengalami pertumbuhan yang pesat. Hal ini terlihat *outstanding* obligasi pemerintah yang tumbuh sebesar 13,04 persen per tahun dan 29,23 persen per tahun untuk pertumbuhan penerbitan obligasi pemerintah. Pedoman umum yang digunakan oleh para investor dan pelaku pasar untuk dapat memantau perkembangan nilai portofolio obligasi pemerintah yang dimiliki adalah dengan memantau perkembangan pergerakan *yield curve*. Pergerakan *yield curve* akan berdampak pada beban bunga yang harus ditanggung pemerintah atas obligasi yang diterbitkan. Bagi perusahaan *yield curve* tersebut sangat bermanfaat dipakai sebagai *benchmark* bila ingin menerbitkan obligasi dengan jangka waktu yang sama. Kupon bunga dapat ditentukan dengan cara menambahkan premi resiko (*premium*) di atas *yield* obligasi pemerintah dengan jangka waktu yang sama. Sedangkan bagi investor *yield curve* dapat menjadi acuan terhadap ekspektasi imbal hasil atau mengukur kinerja dari portofolio obligasi yang dimilikinya.

*Yield curve* diidentifikasi menjadi tiga faktor yang disebut dengan *slope*, *curvature*, dan *level*. Faktor-faktor ini mewakili suku bunga jangka pendek, menengah dan panjang. Penelitian ini bertujuan untuk melakukan analisis determinan *yield curve* pada pasar obligasi pemerintah (SUN) dalam kurun waktu penelitian Juli tahun 2003 sampai September tahun 2013. Determinan *yield curve* tersebut secara garis besar terdiri atas fundamental makro ekonomi, faktor likuiditas/solvensi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*). Variabel yang digunakan untuk menjelaskan faktor tersebut adalah Indeks Produksi Industri, *Consumer Price Index* (CPI), jumlah uang beredar, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika, tingkat suku bunga Bank Indonesia (BI), Indeks Harga Saham Gabungan, cadangan devisa, kepemilikan investor asing di obligasi pemerintah, harga minyak dunia, suku bunga *The Fed Rate*, dan indeks volatilitas S&P.

Dengan menggunakan analisis *impulse response function* (IRF) dan *forecast error variance decomposition* (FEVD), penelitian ini secara umum bertujuan: (i) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia dengan melihat bagaimana respon *yield curve* terhadap guncangan dari faktor-faktor tersebut dan (ii) menganalisis kontribusi dari faktor-faktor yang berpengaruh terhadap pergerakan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia.

Berdasarkan hasil *impulse response function* (IRF), perkembangan *yield curve* pada obligasi pemerintah mengalami pergerakan yang fluktuatif yang dipengaruhi oleh faktor likuiditas/solvensi, fundamental makro ekonomi, faktor eksternal (*external shock*), dan faktor risiko pasar (*market risk*). Sementara berdasarkan hasil *forecast error variance decomposition* (FEVD), studi ini menemukan bahwa pergerakan tingkat suku bunga dan indeks saham berkontribusi dominan terhadap fluktuasi *slope*. Sedangkan fluktuasi *curvature* lebih banyak disumbang oleh pergerakan tingkat suku bunga. Terakhir, pergerakan kurs, inflasi,



porsi kepemilikan asing dan cadangan devisa berkontribusi signifikan terhadap pergerakan *level*.

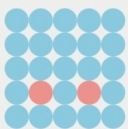
Berdasarkan hasil analisis dan temuan kajian ini menghasilkan beberapa implikasi manajerial yang ditujukan untuk para *stakeholder* terkait. Bagi pemerintah selaku otoritas perekonomian, penerbitan obligasi pemerintah (SUN) agar dilakukan dengan memperhatikan kebutuhan ekonomi untuk mencapai pertumbuhan yang sehat dan berkesinambungan. Penerbitan obligasi pemerintah dapat mempertimbangkan tingkat inflasi, suku bunga Bank Indonesia, nilai tukar rupiah, kepemilikan asing dan cadangan devisa agar mendapatkan beban bunga (*cost of fund*) yang rendah

Di sisi kebijakan moneter, Bank Indonesia harus berhati-hati dalam menentukan tingkat suku bunga, karena BI *rate* sangat efektif mempengaruhi investasi dan pertumbuhan ekonomi. Dalam konteks kebijakan fiskal, hasil penelitian menemukan bahwa nilai tukar rupiah dan cadangan devisa sangat berpengaruh terhadap tingkat suku bunga jangka panjang. Oleh karena itu diperlukan kebijakan pemerintah untuk menyeimbangkan anggaran agar dapat meningkatkan pendapatan valas, sehingga tidak menghambat pertumbuhan investasi karena suku bunga tinggi.

Agar investor obligasi pemerintah dapat memaksimalkan keuntungan atas investasinya, mereka harus mampu merespon fluktuasi harga obligasi di pasar. Hasil penelitian menemukan bahwa inovasi dalam tingkat suku bunga Bank Indonesia, tingkat inflasi yang diukur dalam CPI, nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, kepemilikan asing dan cadangan devisa berdampak pada harga obligasi pemerintah. Secara strategi, tindakan menjual obligasi pemerintah jangka pendek dan membeli obligasi pemerintah jangka menengah yang mereka miliki saat menerima berita tentang guncangan terhadap tingkat suku bunga BI merupakan strategi yang menguntungkan. Investor dapat membeli obligasi jangka menengah dan memegangnya selama empat belas bulan sebelum menjualnya seiring dengan hilangnya pengaruh dari volatilitas.

Sementara itu, bagi investor akan menguntungkan bila menjual obligasi pemerintah jangka menengah dan membeli obligasi pemerintah jangka pendek saat menerima berita tentang guncangan terhadap tingkat inflasi. Investor dapat membeli obligasi pemerintah jangka pendek dan menjualnya dalam waktu dua bulan karena harga obligasi pemerintah jangka menengah ini dapat segera pulih. Bagi emiten fluktuasi *yield curve* obligasi pemerintah sangat berpengaruh terhadap harga dan *yield* obligasi yang akan ditawarkan kepada investor. Kesalahan dalam memahami perkembangan variabel-variabel yang mempengaruhi pergerakan *yield curve* obligasi pemerintah akan menyebabkan *cost of borrowing* menjadi tinggi.

Kata kunci: curvature, level, slope, vecm, yield curve



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.