



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS PENGGUNAAN TERM STRUCTURE OF  
INTEREST RATE SEBAGAI ALAT PREDIKSI AKTIFITAS  
EKONOMI RIIL**

**TESIS**

**SULISTIYONO  
0806430595**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER PERENCANAAN DAN KEBIJAKAN PUBLIK  
JAKARTA  
JULI 2010**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS PENGGUNAAN TERM STRUCTURE OF  
INTEREST RATE SEBAGAI ALAT PREDIKSI  
AKTIFITAS EKONOMI RIIL**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Magister Ekonomi (M.E.)**

**SULISTIYONO  
0806430595**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER PERENCANAAN DAN KEBIJAKAN PUBLIK  
JAKARTA  
JULI 2010**

## **SURAT PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME**

Saya yang bertanda tangan di bawah ini dengan sebenarnya menyatakan bahwa tesis ini saya susun tanpa tindakan plagiarisme sesuai dengan peraturan yang berlaku di Universitas Indonesia.

Jika di kemudian hari ternyata saya melakukan tindakan plagiarisme, saya akan bertanggung jawab sepenuhnya dan menerima sanksi yang dijatuhkan oleh Universitas Indonesia kepada saya.

**Jakarta, 19 Juli 2010**

**(Sulistiyono)**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Sulistiyono

NPM : 0806430595

Tanda Tangan : .....

Tanggal : 19 Juli 2010


## HALAMAN PENGESAHAN


Tesis ini diajukan oleh:

Nama : Sulistiyono  
NPM : 0806430595  
Program Studi : MPKP  
Judul Tesis : Analisis Penggunaan *Term Structure of Interest Rate* Sebagai Alat Prediksi Aktifitas Ekonomi Riil

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Ekonomi pada Program MPKP Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Destry Damayanti, SE, MSc. (  )

Ketua Penguji : Dr. Andi Fahmi Lubis (  )

Penguji : Dr. Beta Y. Gitaharie (  )

Ditetapkan di : Salemba

Tanggal : 19 Juli 2010

## KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Ekonomi Program MPKP Kekhususan Ekonomi Keuangan dan Perbankan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Tujuan penelitian ini adalah melakukan analisis terhadap penggunaan term *structure of interest rate* sebagai alat prediksi aktifitas ekonomi riil di Indonesia. Dengan diketahuinya kandungan informasi yang terdapat dalam *interest rate spreads* dan juga penggunaan beberapa variabel yang dapat menjadi *leading indicator* dalam perekonomian Indonesia, tentunya akan sangat berguna bagi otoritas fiskal dan moneter dalam memprediksi perekonomian di masa mendatang sehingga segala kemungkinan yang ada dalam perekonomian dapat diantisipasi dengan baik.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa penelitian ini masih terdapat kekurangan. Untuk itu sangat diharapkan kritik dan saran demi kesempurnaan tulisan ini. Semoga tulisan ini mempunyai kontribusi dalam pengembangan permodelan peramalan perekonomian di Indonesia.

Akhirnya dengan mengucapkan Alhamdulillah, pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada Ibu Destry Damayanti, SE, MSc. sebagai dosen pembimbing dalam tesis ini. Pengalaman penulis selama melakukan bimbingan, beliau adalah orang yang sangat kuat dalam konsep, dan memahami betul kondisi riil pada pasar finansial di Indonesia. Dedikasi beliau dalam pekerjaan sangat hebat, walau dengan pekerjaan yang sangat sibuk sebagai pelaku pasar, beliau masih sudi memberikan bimbingan dan menyempatkan meneliti dengan seksama tulisan ini. Semoga apa yang telah Ibu Destry berikan mendapat pahala dari Allah SWT, dan bagi penulis mampu memberikan motivasi untuk berkarya yang lebih baik.

Ucapan terima kasih penulis sampaikan atas segala dukungan dan kritiknya untuk Istri Tersayang Rani Fianita, semoga tak pernah lelah disampingku. Juga anak-

anakku yang selalu memberi energi dan motivasi, Mas Gathan, Mbak Aura dan Adik Abhi, salam sayang untuk kalian.

Ucapan terima kasih juga penulis sampaikan kepada:

1. Bapak Arindra A. Zainal, Ph.D. sebagai Ketua Program MPKP Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
2. Bapak Dr. Andi Fahmi Lubis sebagai Sekretaris Program MPKP Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, sekaligus sebagai Ketua Penguji Sidang Tesis dan Komprehensif.
3. Ibu Destry Damayanti, SE, MSc, sebagai dosen pembimbing atas segala masukan dan saran demi kesempurnaan tesis ini.
4. Ibu Dr. Beta Y. Gitaharie sebagai anggota penguji Sidang Tesis dan Komprehensif yang telah memberikan masukan dan saran demi kesempurnaan tesis ini.
5. Orang tua di Purbalingga dan mertua tercinta di Kediri, semoga selalu sehat wal afiat. Terima kasih atas setiap doa dan cintanya.
6. Saudara-saudaraku di Purbalingga dan Kediri, thanks for your support.
7. Direktorat Jenderal Perbendaharaan atas kesempatan memperoleh bea siswa, khususnya teman-teman di Bagian Pengembangan yang selalu memberikan motivasi.
8. Teman-teman Kelas Reguler Depok Angkatan XVIII tahun 2008.
9. Tim Sekretariat Program MPKP FE UI (Mbak Siti, Mbak Ira, Mbak Warni, Mbak Keke, dkk)
10. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan dalam tulisan ini, yang telah membantu dan memberikan kontribusi dalam penulisan tesis ini.

Jakarta, 19 Juli 2010

Penulis

## HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Sulistiyono  
NPM : 0806430595  
Program Studi : MPKP  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif** (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

Analisis Penggunaan Term Structure of Interest Rate Sebagai Alat Prediksi Aktifitas Ekonomi Riil

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 19 Juli 2010

Yang menyatakan

(Sulistiyono)



## ABSTRAKSI

Nama/NPM : Sulistiyono / 0806430595  
Program Studi : Program Magister Perencanaan dan Kebijakan Publik  
Kekhususan Ekonomi Keuangan dan Perbankan  
Judul : Analisis Penggunaan Term Structure Of Interest Rate  
Sebagai Alat Prediksi Aktifitas Ekonomi Riil.

Penelitian dan penulisan tesis ini dimaksudkan untuk mengetahui sejauh mana peranan interest rate spreads pada pasar keuangan di Indonesia dapat menjadi alat prediktor perekonomian dimasa mendatang. Hal ini mengingat bahwa usaha para ekonom untuk menemukan variabel-variabel ekonomi yang dapat dipergunakan untuk memprediksi perekonomian dimasa mendatang telah dilakukan sejak waktu yang cukup lama. Hasil dari penelitian para ekonom di Eropa dan Amerika menunjukkan bahwa interest rate spreads sangat efektif dalam menggambarkan perekonomian mendatang, termasuk konsumsi, investasi dan kemungkinan terjadinya krisis dimasa mendatang. Mengingat secara relatif ada beberapa persamaan dalam kondisi fiskal antara Indonesia dengan negara-negara eropa dan Amerika, meskipun tentu terdapat perbedaan dalam size ekonomi, hal ini meningkatkan hipotesis bahwa pola yang sama juga akan terjadi di Indonesia. Hubungan antara interest rate spreads dengan kegiatan ekonomi riil dimasa mendatang dapat dipahami dalam pengertian fungsi interest rate spreads sebagai sinyal tingkat bunga jangka pendek yang diharapkan dimasa mendatang (The Expectation Effect) atau sebagai sinyal adanya perubahan risk premium (The Term Premium Effect).

Kata kunci :

Interest Rate Spreads, GDP Riil, The Expectation Effect, The Term Premium Effect

## ABSTRACT

Name/NPM : Sulistiyono / 0806430595  
Study : Magister Program of Planning and Public Policy  
Programs  
Title : Analysis of The Usage of The Term Structure Of Interest  
Rate as a Predictor of Real Economic Activity

The research is try to investigate the interest rate spreads usefulness for predicting future real GDP growth or real economic activity in Indonesia. Firstly, the research is try to compare and to find the best predictor among several interest rates or yield spread in term of different maturity date such as yield spread between 10 years and 2 years bonds, or one year bonds and others. Furthermore, based on the best result of interest rate spread that contain information about future real economic activity, I tried to make a forecasting model by combine the interest rate spread with other leading indicators. The study was mainly based on secondary data and was analysed by inferential statistics. The result of the research confirm the earlier research in European countries and US that interest rate spreads contain the information about future economic activity although there are a difference in lag length criteria and in the coefficient of those variables.

Key word :

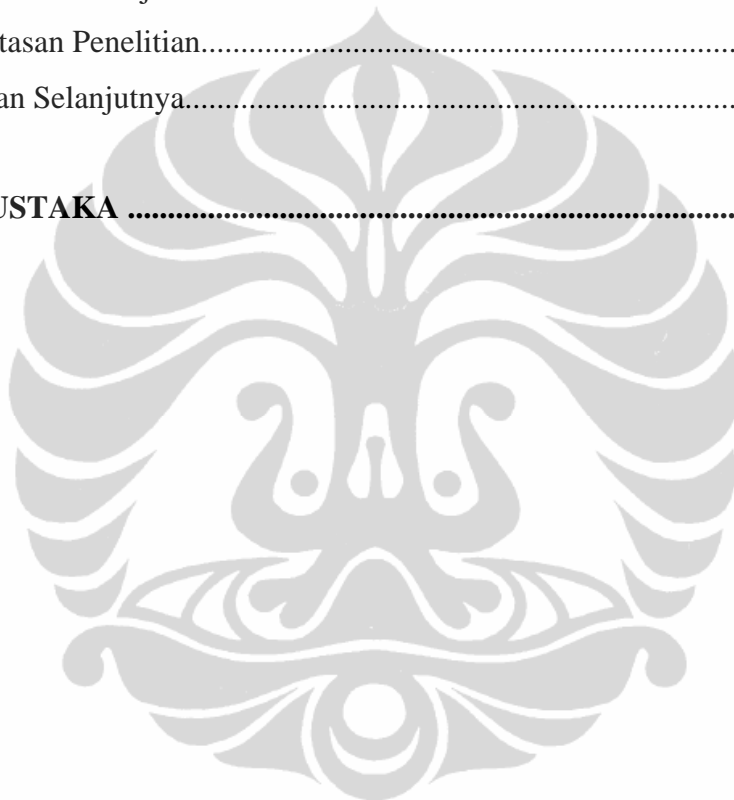
Interest Rate Spreads, Real GDP, The Expectation Effect, The Term Premium Effect

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME.....	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iv
KATA PENGANTAR.....	v
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	vii
ABSTRAKSI.....	viii
DAFTAR ISI .....	x
DAFTAR TABEL .....	xiii
DAFTAR GAMBAR .....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN .....	xv
<b>1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	11
1.3 Tujuan Penelitian .....	12
1.4 Manfaat Penelitian .....	12
1.5 Hipotesa Awal.....	13
1.6 Sistematika Penulisan.....	13
<b>2. TINJAUAN PUSTAKA .....</b>	<b>15</b>
2.1 Teori Tentang Pertumbuhan Ekonomi.....	15
2.1.1 Siklus Dalam Perekonomian.....	20
2.1.2 Siklus Ekonomi, Kesempatan Kerja dan Inflasi.....	23
2.2 Yield Curve dan Peranannya Dalam Perekonomian.....	26
2.2.1 Expectation Theory.....	27
2.2.2 Liquidity Preference Theory.....	28
2.2.3 Market Segmentation Theory.....	28
2.2.4 Faktor-faktor Yang mempengaruhi Permintaan dan Penawaran	

Obligasi Serta Hubungannya Dengan Business Cycle Expansion.....	29
2.3 Teori Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter dan Pasar Keuangan.....	31
2.3.1 Efek Pasar Keuangan Terhadap Investasi.....	31
2.3.2 Pengaruh Laporan Neraca Perusahaan.....	32
2.3.3 Efek Kekayaan Rumah Tangga.....	32
2.3.4 Efek Likuiditas Rumah Tangga.....	32
2.3.4 Pengaruh Inflasi Terhadap Yield Obligasi.....	32
2.4 Penelitian Sebelumnya.....	33
2.4.1 Penggunaan Tingkat Bunga Untuk Memprediksi Perekonomian.....	33
2.4.2 Penggunaan Yield Obligasi Untuk Memprediksi Perekonomian.....	36
<b>3. METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>41</b>
3.1 Obyek Penelitian dan Sampel Penelitian.....	41
3.2 Diagram Alur Metode Penelitian.....	42
3.3 Spesifikasi Model dan Definisi Variabel.....	42
3.4 Jenis dan Sumber Data .....	48
3.5 Metode Analisis Data.....	49
3.5.1 Uji Stasioneritas Data.....	49
3.5.2 Uji Kointegrasi.....	50
3.5.3 Uji Signifikansi.....	51
3.5.4 Peramalan (Forecasting).....	54
3.5.5 Analisis Ekonomi.....	55
<b>4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>57</b>
4.1 Perkembangan Variabel Perekonomian Dalam Periode Penelitian.....	57
4.2 Analisis Kuantitatif.....	61
4.2.1 Uji Stasioneritas Data (Uji Akar Unit).....	61

4.2.2 Hasil Uji Kointegrasi.....	63
4.2.3 Hasil Estimasi Model dan Pengujian Hipotesis.....	65
4.2.4 Uji Keakuratan Peramalan Hasil Estimasi.....	77
4.2.5 Analisis Ekonomi.....	78
<b>5. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI KEBIJAKAN.....</b>	<b>82</b>
5.1 Kesimpulan.....	82
5.2 Rekomendasi Kebijakan.....	83
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	84
5.4 Penelitian Selanjutnya.....	85
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>86</b>



## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Dampak Deregulasi Perbankan di Indonesia, 1983-1997.....	4
Tabel 1.2. Perdagangan Obligasi Negara Domestik di Pasar Sekunder.....	6
Tabel 1.3. Data Kepemilikan SBN Pada Lembaga Non Bank Yang Dapat Diperdagangkan.....	9
Tabel 1.4. Data Kepemilikan SBN Pada Lembaga Bank Yang Dapat Diperdagangkan.....	10
Tabel 3.1 Jenis Data dan Sumber Data.....	48
Tabel 4.1. Pengujian Stasionaritas Variabel ditingkat Level.....	62
Tabel 4.2 Pengujian Stasionaritas Variabel ditingkat <i>First Different</i> .....	63
Tabel 4.3 Hasil Estimasi Dengan Spread antara Obligasi pemerintah tenor 10 tahun dengan suku bunga BI Rate.....	66
Tabel 4.4 Hasil Estimasi PDB Interpolasi Dengan Denton Method dan Spread antara Obligasi pemerintah tenor 10 tahun dengan suku bunga BI Rate .....	68
Tabel 4.5 Hasil Estimasi Persamaan Kedua .....	71
Tabel 4.6 Hasil Pengujian Variabel Independen Secara Individual.....	72
Tabel 4.7 Perbandingan Pengaruh Variabel Independen Terhadap PDB Riil.....	78

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Hubungan antara bunga SBI dan Deposito dengan Pertumbuhan Ekonomi dan Tingkat Pengangguran.....	11
Gambar 2.1 Diagram Solow untuk AK Model .....	18
Gambar 2.2 Siklus Ekonomi dengan indikator Pertumbuhan Ekonomi .....	21
Gambar 2.3 Hubungan Siklus Ekonomi dengan Kesempatan Kerja .....	24
Gambar 2.4 Hubungan Siklus Ekonomi dengan Inflasi .....	25
Gambar 2.5 Pola umum Yield Curve .....	27
Gambar 2.6 Hubungan Business Cycle Expansion dengan Pasar Obligasi.....	30
Gambar 2.7 Hubungan Tingkat Bunga Riil dengan Tabungan dan Investasi ...	35
Gambar 3.1 Diagram Alur Metode Penelitian.....	42
Gambar 4.1 PDB dan Output Gap Indonesia Periode 2000 s.d. 2009.....	58
Gambar 4.2 Grafik Pergerakan Variabel Pertumbuhan PDB dan Yield Spread	59
Gambar 4.3 Grafik Pergerakan Variabel Pertumbuhan PDB, Oil Prices dan REER.....	60
Gambar 4.4 Grafik Pergerakan variabel Pertumbuhan PDB dan M2.....	61

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Variabel Ekonomi Yang Dipergunakan Dalam Penelitian .....	90
Lampiran 2: Output Gap dan Siklus Perekonomian Indonesia Periode Tahun 2000 S.D. 2009.....	92
Lampiran 3: Perkembangan Variabel Perekonomian.....	93
Lampiran 4: Grafik Data Awal dan Grafik Data Dengan Difference.....	94
Lampiran 5: Pengujian Stasioneritas Data Secara Statistik.....	97
Lampiran 6: Hasil Estimasi Beberapa Variasi Yield Spread .....	102
Lampiran 7: Hasil Estimasi Persamaan Kedua .....	107
Lampiran 8: Hasil Uji Heteroskedastis.....	108
Lampiran 9: Uji Autokorelasi.....	109
Lampiran 10: Hasil Uji Multikolinearitas.....	110
Lampiran 11: Tabel Realisasi Ekspor dan Import Migas Tahun 2004 s.d. 2009	111
Lampiran 12: Hasil Uji Keakuratan Peramalan Hasil Estimasi.....	112
Lampiran 13: Uji Kointegrasi (Johansen Cointegration Test).....	113
Lampiran 14: Perkembangan variabel perekonomian.....	123
Lampiran 15: Hasil Estimasi Persamaan Kedua Dengan Model Distributed Lag.....	124