



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**Pengaruh Variabel Makroekonomi  
Dan Kecepatan Penyesuaian Keseimbangan  
Dalam Memilih Obligasi Pemerintah Berdasarkan Tenor**

**TESIS**

**RACHMAT WIBISONO  
0806430393**

**FAKULTAS EKONOMI  
MAGISTER PERENCANAAN DAN KEBIJAKAN PUBLIK**

**JAKARTA  
JUNI 2010**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**Pengaruh Variabel Makroekonomi  
Dan Kecepatan Penyesuaian Keseimbangan  
Dalam Memilih Obligasi Pemerintah Berdasarkan Tenor**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar S2**

**RACHMAT WIBISONO  
0806430393**

**FAKULTAS EKONOMI  
MAGISTER PERENCANAAN DAN KEBIJAKAN PUBLIK  
KEUANGAN DAN PERBANKAN**

**JAKARTA  
JUNI 2010**

## **SURAT PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME**

Saya yang bertandatangan dibawah 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, Juli 2010

(Rachmat Wibisono)

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

**Nama : RACHMAT WIBISONO**  
**NPM : 0806430393**  
**Tanda Tangan :**

**Tanggal : 15 Juli 2010**

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

Nama : Rachmat Wibisono

NPM : 0806430393

Program Studi : Magister Perencanaan dan Kebijakan Publik

Judul Skripsi : Pengaruh Variabel Makroekonomi Dan Kecepatan Penyesuaian Keseimbangan Dalam Memilih Obligasi Pemerintah Berdasarkan Tenor

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

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Destry Damayanti ,SE, M.Sc ( )

Penguji : DR. Ir. Widyono Soetjipto ( )

Penguji : Aris Yunanto, SE, ME ( )

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 13 Juli 2010

## KATA PENGANTAR

Puji syukur dan ucapan *Alhamdulillah* saya panjatkan kepada Allah Yang Maha Esa, karena berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister pada Program Studi Magister Perencanaan dan Kebijakan Publik, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk dapat menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Destry Damayanti, SE, MSc selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam menyusun tesis ini.
2. Bapak dan Ibu tercinta, Prof. Dr. H.Mas Harry Susanto dan Dra. Hj. Baiq Ruminggah atas kasih sayang yang tak terhingga.
3. Bapak dan Ibu tercinta, Ir. H. Abdul Hadi Jaelani dan Ni Luh Sukarini atas kasih sayang yang tak terhingga.
4. Istriku dan anakku tercinta, Putu Hadi Setyarini dan Haidar Ahmadinejad Wibisono, atas kepercayaan, dukungan, kesabaran dan kasih sayangnya.
5. Global Market, Divisi Treasury, PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero), Tbk atas keleluasaan waktu, pengalaman dan kesempatan yang tidak terhingga.

Akhir kata, saya berharap Allah Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Jakarta, 15 Juni 2010

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

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

Nama : Rachmat Wibisono  
NPM : 0806430393  
Program Studi : Magister Perencanaan dan Kebijakan Publik  
Departemen : Ilmu Ekonomi  
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 :

Pengaruh Faktor-Faktor Makroekonomi Terhadap Alokasi Portofolio Investor Dalam Memilih Obligasi Pemerintah Berdasarkan Tenor Obligasi

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 memublikasikan 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 : 15 Juni 2010  
Yang menyatakan

(Rachmat Wibisono)

## ABSTRAK

Nama : Rachmat Wibisono  
Program Studi : Magister Perencanaan dan Kebijakan Publik  
Judul : Pengaruh Variabel Makroekonomi Dan Kecepatan Penyesuaian Keseimbangan Dalam Memilih Obligasi Pemerintah Berdasarkan Tenor

Studi ini membahas peran dari variabel makroekonomi yaitu inflasi, tingkat suku bunga bank sentral, output gap dan nilai tukar USD/IDR terhadap yield obligasi pemerintah dalam jangka pendek, menengah dan panjang. Dampak yang ditimbulkan dari pengaruh perubahan masing-masing variabel makroekonomi tersebut berbeda-beda antar masing-masing obligasi pemerintah berdasarkan jangka waktunya. Hal ini akan mempengaruhi keputusan investor dalam memilih obligasi pemerintah. Model *error correction* yang digunakan dalam penelitian ini membantu untuk dapat memberikan informasi atas hubungan jangka pendek dan hubungan jangka panjang dari variabel makroekonomi dan yield obligasi pemerintah berdasarkan jangka waktunya. Disamping itu juga dapat diperoleh informasi mengenai *speed of adjustment* dari yield obligasi pemerintah apabila terjadi *shock*.

Kata kunci : yield obligasi, *error correction model*, *speed of adjustment*.



## ABSTRACT

Name : Rachmat Wibisono  
Study Program : Magister of Planning and Public Policy  
Title : The Impact of Macro Economy Variable And Speed of Adjustment to Choose Government Bond Building on a Given Time Periode

*This study discussed impact of macro economy variables such as inflation rate, central bank interest rate, output gap and exchange rate to short term, medium term and long term government bond yield. The impact of those macro economy variables differ on government bond yield, depend on government bond maturity. Using an Error correction model (ECM) help us to identify short run and long run relation between government bonds yield and macro economy variables. Despitefully, using an Error correction model give us information about speed of adjustment from government bond yield if there are any economy shock.*

*Key word: Bond yield, error correction model, and speed of adjustment*

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
SURAT PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME .....	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	iii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iv
KATA PENGANTAR.....	v
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR GAMBAR.....	xi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xii
<b>1. PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Batasan Masalah.....	8
1.5 Metode Penelitian.....	9
1.5.1 Metode Estimasi.....	11
1.5.2 Uji Akar-akar Unit.....	11
1.5.3 Uji Kointegrasi.....	12
1.5.4 Uji Stabilitas.....	13
1.6 Sistematika Penulisan.....	14
<b>2. LANDASAN TEORI.....</b>	<b>15</b>
2.1 Konsep Tingkat Suku Bunga.....	15
2.1.1 Konsep <i>Present Value</i> .....	15
2.1.2 Tingkat Suku Bunga Nominal dan Tingkat Suku Bunga Riil.....	16
2.2 Permintaan dan Penawaran di Pasar Obligasi.....	17
2.2.1 Harga Obligasi.....	17
2.2.2 Yield Obligasi ( <i>Bond Yield</i> ).....	18
2.2.2.1 Coupon Yield (Nominal Yield).....	18
2.2.2.2 <i>Current Yield</i> .....	19
2.2.2.3 <i>Yield to Maturity (YTM)</i> .....	19
2.2.2.4 <i>Yield to Call (YTC)</i> .....	20
2.3 Kurva Permintaan dan Penawaran Obligasi.....	20
2.4 Inflasi .....	25
2.4.1 Inflasi dan Faktor yang Mempengaruhi.....	27
2.4.2 Dampak Kebijakan Fiskal dan Moneter Terhadap Inflasi.....	28
2.5 Output Gap.....	33
2.6 Tingkat Suku Bunga Bank Sentral.....	34
2.7 Nilai Tukar.....	35
2.7.1 <i>Interest Rate Parity</i> dan <i>Fisher Parity</i> .....	37
2.8 Studi Emperis Terdahulu.....	38
2.8.1 Studi Yash P. Mehra (1996).....	38

2.8.2	Studi David G. Barr dan John Y. Champbel (1996).....	39
<b>3.</b>	<b>METODOLOGI PENELITIAN.....</b>	<b>40</b>
3.1	Data .....	40
3.2	Model Penelitian .....	42
3.3	Pendekatan <i>Error Correction Model</i> .....	48
3.3.1	Uji Stasioneritas Data .....	49
3.3.2	Uji Kointegrasi .....	50
3.3.3	Uji Stabilitas .....	52
3.3.4	Uji Multikolinieritas .....	52
3.3.5	Uji Homoskedastisitas .....	53
3.3.6	Uji Autokorelasi .....	53
3.4	Koefisien Regresi Jangka Panjang .....	54
<b>4.</b>	<b>ANALISIS HASIL PENELITIAN .....</b>	<b>56</b>
4.1	Model <i>Error Correction</i> (ECM) .....	56
4.2	Uji Stasioneritas Data .....	58
4.3	Uji Kointegrasi .....	60
4.4	Analisis Hasil Regresi <i>Error Correction Model</i> (ECM) .....	61
4.4.1	Uji Tanda Variabel Penjelas .....	62
4.4.2	Uji t Statistik .....	62
4.4.3	Uji F Statistik .....	63
4.4.4	Uji $R^2$ ( <i>Goodness of fit</i> ) .....	64
4.4.5	Uji Non-Autokorelasi .....	64
4.4.6	Uji Heteroskedastisitas .....	65
4.4.7	Uji Multikolinieritas .....	66
4.4.8	Uji Stabilitas Model .....	66
4.5	Analisis Model <i>Error Correction</i> Jangka Pendek .....	67
4.5.1	Variabel Inflasi .....	68
4.5.2	Variabel Tingkat Suku Bunga Bank Sentral .....	69
4.5.3	Variabel Output Gap .....	69
4.5.4	Variabel Nilai Tukar USD/IDR .....	70
4.6	Analisis Model <i>Error Correction</i> Jangka Panjang .....	72
4.6.1	Variabel Inflasi .....	73
4.6.2	Variabel Tingkat Suku Bunga Bank Sentral (BI rate) .....	74
4.6.3	Variabel Output Gap .....	74
4.6.4	Variabel Nilai Tukar USD/IDR .....	75
4.7	Kecepatan Penyesuaian ( <i>Speed of Adjustment</i> ) .....	76
<b>5.</b>	<b>KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>	<b>78</b>
5.1	Kesimpulan.....	78
5.2	Saran .....	79
5.2.1	Saran Kebijakan .....	79
5.2.2	Saran Penelitian.....	81



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Posisi Outstanding Hutang Pemerintah 1998 – 2010 .....	1
Gambar 1.2	Struktur Hutang Pemerintah .....	3
Gambar 1.3	Perkembangan Pasar Obligasi di Indonesia .....	4
Gambar 1.4	Grafik Data Kepemilikan Obligasi Pemerintah Bank dan Non Bank .....	6
Gambar 2.1	Grafik Permintaan dan Penawaran Obligasi .....	21
Gambar 2.2	Jalur Terbentuknya Inflasi .....	28
Gambar 2.3	Dampak Ekspansi Jumlah Uang Beredar Pada Saat Tingkat Harga Fleksibel .....	30
Gambar 2.4	Dampak Ekspansi Anggaran Pemerintah Saat Tingkat Harga Fleksibel .....	32
Gambar 3.1	Gambar Grafik Plot Data .....	42
Gambar 3.2	Aturan Membandingkan Uji Durbin-Watson .....	54

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Hasil Uji Stasioneritas Data (Unit root test) .....	1
Lampiran 2	Output Hasil Regresi Model .....	19
Lampiran 3	Hasil Uji Stabilitas Model .....	22
Lampiran 4	Hasil Uji Kointegrasi .....	24
Lampiran 5	Koefisien Regresi Jangka Panjang Model ECM FR0016....	33
Lampiran 6	Koefisien Regresi Jangka Panjang Model ECM FR0030....	34
Lampiran 7	Koefisien Regresi Jangka Panjang Model ECM FR0036....	35



## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Faktor-Faktor yang Menggeser Kurva Permintaan Obligasi .....	22
Tabel 2.2	Faktor-Faktor yang Menggeser Kurva Penawaran Obligasi .....	24
Tabel 4.1	Hasil Unit Root Test .....	59
Tabel 4.2	Hasil Uji Kointegrasi .....	61
Tabel 4.3	Rekap Hasil Perhitungan Jangka Pendek ECM .....	67
Tabel 4.4	Rekap Hasil Perhitungan Jangka Pendek ECM .....	72
Tabel 4.5	Koefisien <i>Error Correction Mechanism</i> dan <i>Speed of Adjustment</i> .....	76