

ANALISIS HUBUNGAN SURAT UTANG NEGARA, CADANGAN DEvisa, UTANG LUAR NEGERI DAN NERACA PEMBAYARAN TERHADAP PDB DI INDONESIA DENGAN PENDEKATAN VECM

ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN GOVERNMENT BONDS, FOREIGN EXCHANGE RESERVES, EXTERNAL DEBT, AND THE BALANCE OF PAYMENTS ON GDP IN INDONESIA USING A VECM APPROACH

Lamhot Pardomuan Fidelis Saragih¹, Syarief Fauzie², Irsad Lubis³
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sumatera Utara, Indonesia^{1,2,3}
lamhotpfidelis@yahoo.co.id¹

ABSTRACT

This study aims to analyze the short-term and long-term relationships between Government Securities (SUN), Foreign Exchange Reserves (CAD), External Debt (ULN), and the Balance of Payments (NP) regarding Indonesia's Gross Domestic Product (GDP) from the first quarter of 2010 to the fourth quarter of 2025. Secondary data obtained from Bank Indonesia, Statistics Indonesia (BPS), and the Ministry of Finance were processed using the Vector Error Correction Model (VECM) method. Phillips-Perron stationarity test results indicate that all variables are stationary at the first difference with an integration order of I(1). The Johansen cointegration test confirms the existence of a long-term equilibrium among the variables. Short-term VECM estimation results show that only CAD has a positive and significant effect on GDP, whereas SUN, ULN, and NP are insignificant in the short term due to policy transmission time lags. In the long term, SUN has a negative and significant effect on GDP, CAD has a positive and significant effect, ULN has a negative and significant effect, and NP has a positive and significant effect on GDP. The Granger causality test reveals a unidirectional relationship from SUN to GDP and from GDP to CAD. Impulse Response Function analysis confirms a cumulative positive response of GDP to SUN shocks, while GDP responds negatively to CAD and NP shocks. Variance Decomposition shows that GDP fluctuations are dominated by its own internal factors (80%), with NP as the largest external contributor (10%), whereas ULN variation is heavily influenced by CAD shocks (45%). The Error Correction Term coefficient of -0.373 indicates an adjustment speed toward long-term equilibrium of 37.33% per quarter. This study concludes that optimal management of Foreign Exchange Reserves in the short term, alongside the monitoring of Government Securities and External Debt burdens in the long term, is key to fostering sustainable GDP growth in Indonesia.

Keywords: Government Securities, Foreign Exchange Reserves, External Debt, Balance of Payments, Gross Domestic Product, VECM.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara Surat Utang Negara (SUN), Cadangan Devisa (CAD), Utang Luar Negeri (ULN), dan Neraca Pembayaran (NP) terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia pada periode kuartal I 2010 hingga kuartal IV 2025. Data sekunder bersumber dari Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik, dan Kementerian Keuangan diolah menggunakan metode Vector Error Correction Model (VECM). Hasil uji stasioneritas Phillips-Perron menunjukkan seluruh variabel stasioner pada first difference dengan derajat integrasi I(1). Uji kointegrasi Johansen membuktikan adanya keseimbangan jangka panjang antar variabel. Hasil estimasi VECM jangka pendek menunjukkan hanya CAD yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap PDB, sementara SUN, ULN, dan NP tidak signifikan dalam jangka pendek karena adanya time lag transmisi kebijakan. Dalam jangka panjang, SUN berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB, CAD berpengaruh positif dan signifikan, ULN berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan NP berpengaruh positif dan signifikan terhadap PDB. Uji kausalitas Granger menunjukkan hubungan searah dari SUN ke PDB, dan dari PDB ke CAD. Analisis Impulse Response Function mengonfirmasi respon positif akumulatif PDB terhadap guncangan SUN, sementara guncangan CAD dan NP direspon negatif oleh PDB. Variance Decomposition menunjukkan fluktuasi PDB didominasi oleh faktor internalnya sendiri (80%) dengan NP sebagai kontributor eksternal terbesar (10%), sedangkan variasi ULN sangat dipengaruhi oleh guncangan CAD (45%). Koefisien Error Correction Term sebesar -0,373 mengindikasikan kecepatan penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang sebesar 37,33% per kuartal. Penelitian ini menyimpulkan bahwa pengelolaan Cadangan Devisa yang optimal dalam jangka pendek serta pengawasan terhadap beban Surat Utang Negara

dan Utang Luar Negeri dalam jangka panjang merupakan kunci dalam mendorong pertumbuhan PDB yang berkelanjutan di Indonesia.

Kata Kunci: Surat Utang Negara, Cadangan Devisa, Utang Luar Negeri, Neraca Pembayaran, Produk Domestik Bruto, VECM.

PENDAHULUAN

Perekonomian Indonesia sangat dipengaruhi oleh dinamika ekonomi global. Ketidakpastian global mendorong pemerintah untuk menerapkan kebijakan fiskal yang mampu menjaga stabilitas ekonomi, mendukung pembiayaan pembangunan, dan memperkuat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB). Dalam konteks tersebut, Surat Utang Negara (SUN), cadangan devisa, utang luar negeri, dan neraca pembayaran menjadi instrumen penting dalam menjaga keseimbangan fiskal, moneter, dan eksternal Indonesia.

Surat Utang Negara berperan sebagai sumber pembiayaan pemerintah untuk menutup defisit anggaran, membiayai pembangunan, serta menjaga kesinambungan fiskal. Selain itu, SUN juga dapat menarik investasi portofolio asing ke pasar keuangan domestik. Namun, peningkatan penerbitan SUN perlu dikelola secara hati-hati karena dapat menimbulkan risiko beban bunga dan tekanan fiskal dalam jangka panjang (Wahyudi et al., 2023). Di sisi lain, cadangan devisa mencerminkan kemampuan negara dalam menjaga stabilitas nilai tukar, membiayai impor, dan memenuhi kewajiban luar negeri. Cadangan devisa yang kuat dapat memperkuat kepercayaan pasar dan mendukung stabilitas makroekonomi (Nur'Eni et al., 2023).

Utang luar negeri juga memiliki peran penting sebagai sumber pembiayaan pembangunan, terutama bagi negara yang masih membutuhkan tambahan modal. Teori Neoklasik menjelaskan bahwa utang luar negeri dapat mendorong pertumbuhan ekonomi apabila digunakan untuk sektor produktif. Teori Harrod-Domar juga menekankan bahwa akumulasi modal melalui investasi menjadi faktor penting dalam meningkatkan output nasional. Namun, Debt Overhang Theory menyatakan bahwa akumulasi utang yang terlalu besar dapat menekan pertumbuhan ekonomi

karena beban pembayaran pokok dan bunga utang mengurangi ruang fiskal pemerintah.

Neraca Pembayaran Indonesia menggambarkan posisi transaksi ekonomi Indonesia dengan luar negeri. Neraca pembayaran yang surplus dapat memperkuat cadangan devisa dan meningkatkan stabilitas ekonomi. Sebaliknya, defisit neraca pembayaran dapat menekan nilai tukar, mengurangi cadangan devisa, dan meningkatkan kebutuhan pembiayaan melalui SUN maupun utang luar negeri. Dengan demikian, hubungan antara SUN, cadangan devisa, utang luar negeri, neraca pembayaran, dan PDB bersifat saling terkait serta berpotensi menimbulkan hubungan jangka pendek dan jangka panjang.

Beberapa penelitian terdahulu telah mengkaji pengaruh cadangan devisa, utang luar negeri, dan instrumen fiskal terhadap pertumbuhan ekonomi. Namun, sebagian besar penelitian masih menganalisis variabel tersebut secara parsial dan menggunakan metode ekonometrika sederhana. Padahal, hubungan antarvariabel makroekonomi tersebut bersifat dinamis dan saling memengaruhi. Oleh karena itu, pendekatan Vector Error Correction Model (VECM) relevan digunakan karena mampu menganalisis hubungan jangka pendek, hubungan jangka panjang, serta kointegrasi antarvariabel.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan Surat Utang Negara, cadangan devisa, utang luar negeri, dan neraca pembayaran terhadap Produk Domestik Bruto di Indonesia dengan pendekatan Vector Error Correction Model. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris dalam menjelaskan keterkaitan instrumen pembiayaan, ketahanan eksternal, dan pertumbuhan ekonomi Indonesia, serta menjadi masukan bagi perumusan kebijakan ekonomi makro yang lebih efektif dan berkelanjutan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausalitas. Pendekatan ini digunakan untuk menganalisis hubungan antara Surat Utang Negara (SUN), cadangan devisa, utang luar negeri, dan neraca pembayaran terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) di Indonesia. Seluruh variabel dianalisis dalam satu sistem karena antarvariabel makroekonomi tersebut memiliki hubungan dinamis dan saling memengaruhi.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berbentuk time series kuartalan. Data diperoleh dari publikasi resmi Badan Pusat Statistik (BPS), Bank Indonesia (BI), dan Kementerian Keuangan Republik Indonesia. Variabel yang digunakan meliputi PDB sebagai variabel dependen, sedangkan SUN, cadangan devisa, utang luar negeri, dan neraca pembayaran sebagai variabel independen. PDB, SUN, cadangan devisa, dan utang luar negeri dinyatakan dalam satuan juta USD dan dapat ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural untuk mengurangi perbedaan skala data. Sementara itu, neraca pembayaran digunakan dalam bentuk level karena nilainya dapat bernilai negatif saat terjadi defisit.

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan Vector Error Correction Model (VECM). Metode ini dipilih karena sesuai untuk menganalisis data time series yang tidak stasioner pada tingkat level, tetapi stasioner pada diferensiasi pertama dan memiliki hubungan kointegrasi. VECM juga mampu menjelaskan hubungan jangka pendek dan jangka panjang antarvariabel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengaruh Surat Utang Negara Terhadap PDB

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, pengaruh Surat Utang Negara (SUN) terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) menunjukkan dinamika yang berbeda antara periode jangka pendek dan jangka panjang bahwa secara parsial dalam jangka pendek, SUN tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap PDB pada Tabel 4.7. Hal ini mengindikasikan bahwa

penyerapan dana melalui instrumen surat utang tidak serta-merta meningkatkan output ekonomi secara instan karena membutuhkan waktu (lag) untuk ditransformasikan ke dalam belanja produktif. Namun, temuan berbeda didapatkan pada analisis jangka panjang (Tabel 4.8). Setelah dilakukan pembalikan tanda koefisien sesuai kaidah VECM, SUN memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap PDB.

Temuan ini mendukung teori dari Fatmawatie (2024) yang menyatakan bahwa obligasi pemerintah memainkan peran penting dalam stabilitas keuangan dan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Signifikansi positif dalam jangka panjang ini membuktikan bahwa SUN merupakan instrumen pembiayaan pembangunan yang efektif. Dana yang dihimpun melalui SUN mampu mendanai proyek strategis yang dalam jangka panjang meningkatkan kapasitas produksi nasional dan PDB. Melalui grafik IRF, terlihat bahwa respon PDB terhadap guncangan (shock) SUN berada di area positif dan meningkat secara akumulatif hingga periode ke-60. Konsistensi respon positif ini selaras dengan argumen (Santosa, 2021) di mana instrumen seperti obligasi pemerintah memiliki efek stabilisasi pada ekonomi. Selain itu, keterkaitan ini juga berhubungan dengan Neraca Pembayaran penerbitan obligasi menarik investor asing yang meningkatkan arus modal masuk. Hasil Variance Decomposition menunjukkan bahwa SUN bersifat sangat eksogen dengan kontribusi guncangan internal mencapai lebih dari 90%. Di sisi lain, variasi pada Utang Luar Negeri (ULN) sangat dipengaruhi oleh guncangan Cadangan Devisa (45%). Hubungan ini mencerminkan pendapat (Kuncoro & Fafurida, 2023) mengenai kompleksitas utang.

Pengaruh Cadangan Devisa Terhadap PDB

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka pendek (Tabel 4.7), menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, Cadangan Devisa berpengaruh positif dan signifikan terhadap PDB. Temuan ini mengonfirmasi bahwa cadangan devisa bukan sekadar tumpukan mata uang asing, melainkan

instrumen yang memberikan sinyal positif kepada investor global mengenai kemampuan Indonesia membayar kewajiban luar negeri. Hal ini secara efektif menurunkan risk premium (risiko negara), sehingga aliran investasi asing (Foreign Direct Investment) meningkat dan memacu pertumbuhan PDB secara instan. Dalam perspektif jangka panjang (Tabel 4.8), ditemukan adanya hubungan kointegrasi yang menunjukkan bahwa variabel-variabel ini memiliki ikatan keseimbangan yang stabil dalam horizon waktu yang lama. Hal ini sejalan dengan studi (Felipe et al., 2021) yang menemukan bahwa peningkatan cadangan devisa secara konsisten diikuti oleh kenaikan PDB. Hal ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, akumulasi cadangan devisa yang terlalu besar tanpa dibarengi dengan alokasi investasi produktif justru dapat berkorelasi negatif dengan pertumbuhan output ekonomi. Fenomena ini dapat terjadi jika biaya peluang (opportunity cost) dari menahan devisa lebih besar daripada manfaat likuiditasnya. Hasil IRF ini mengonfirmasi temuan jangka panjang dalam model VECM. Guncangan pada CAD direspon secara negatif oleh PDB, yang menandakan adanya tekanan kontraktif akumulatif terhadap pertumbuhan ekonomi jika terjadi fluktuasi tajam pada posisi devisa nasional. Respon ini juga berkaitan dengan pandangan (Tanjung et al., 2022) bahwa volatilitas nilai tukar yang diredam melalui penggunaan devisa secara besar-besaran dapat membebani neraca pembayaran di masa depan.

Pengaruh Utang Luar Negeri Terhadap PDB

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka pendek (Tabel 4.7), secara parsial dalam jangka pendek Utang Luar Negeri berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB. Hal ini mengindikasikan bahwa penambahan ULN tidak memberikan dampak instan pada pertumbuhan output ekonomi karena adanya tenggang waktu dalam implementasi proyek yang dibiayai. Dalam perspektif jangka panjang (Tabel 4.8), setelah dilakukan pembalikan tanda koefisien kointegrasi, ULN menunjukkan pengaruh negative namun signifikan

terhadap PDB. Temuan ini menunjukkan bahwa aliran modal asing melalui ULN memberikan stimulus instan pada sisi penawaran di periode awal. Sebagaimana menurut (Ferrara, 2025) dan (Yusuf et al., 2025) ULN dimaksudkan untuk membiayai proyek infrastruktur skala besar dan pengadaan barang modal impor yang tidak mampu didanai sendiri.. Ketidaksignifikanan dalam jangka pendek ini mengindikasikan adanya jeda waktu (time lag) yang diperlukan agar investasi infrastruktur tersebut dapat mengakselerasi kapasitas produksi nasional secara nyata.

Meskipun secara teoretis ULN seharusnya menjadi akselerator PDB dengan menyediakan dana pembangunan, statusnya negatif dan signifikan dalam jangka panjang selama 60 periode pengamatan menunjukkan bahwa beban pembayaran kembali (debt servicing) atau alokasi yang belum sepenuhnya optimal menghambat tercapainya manfaat maksimal dari utang tersebut. Pengaruh negatif signifikan ULN dalam jangka panjang mengindikasikan bahwa beban debt servicing melampaui manfaat modal yang diperoleh selama periode pengamatan, konsisten dengan temuan Hu et al. (2021) tentang ambang batas debt-to-GDP. Hal ini mengindikasikan bahwa potensi stimulus penawaran yang diharapkan belum mampu mengungguli beban biaya modal secara signifikan.

Pengaruh Neraca Pembayaran Terhadap PDB

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka pendek (Tabel 4.7), bahwa secara parsial dalam jangka pendek, Neraca Pembayaran tidak berpengaruh signifikan terhadap PDB. Temuan ini mengindikasikan bahwa guncangan pada transaksi internasional tidak langsung mentransmisikan dampaknya secara instan terhadap pertumbuhan ekonomi. Namun, dalam jangka panjang (Tabel 4.8), setelah dilakukan pembalikan tanda koefisien kointegrasi, NP memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB. Fenomena ini memperkuat teori dari (Felipe et al., 2019) yang menyatakan bahwa Neraca Pembayaran dapat bertindak sebagai kendala (constraint) pada pertumbuhan PDB

dengan membatasi tingkat permintaan yang dapat disesuaikan dengan pasokan. Dalam konteks Indonesia, pertumbuhan yang dibatasi oleh NP mencerminkan ketergantungan pada elastisitas pendapatan permintaan ekspor dan impor. Jika permintaan impor untuk konsumsi meningkat tanpa diimbangi ekspor yang kuat, maka NP akan menekan pertumbuhan PDB dalam jangka panjang. Grafik IRF menunjukkan bahwa respon PDB terhadap guncangan (shock) Neraca Pembayaran berada pada area negatif dan menunjukkan tren penurunan akumulatif yang cukup tajam hingga periode ke-60.

Respon ini selaras dengan teori Precautionary Motive dalam (Rogoff & Obstfeld, 1996) di mana ketidakstabilan pada NP memerlukan Cadangan Devisa (CAD) sebagai penyangga (buffer) untuk memitigasi risiko guncangan eksternal. Hasil IRF ini juga mengonfirmasi pendapat (Utami, Syukri, 2020) bahwa guncangan pada PDB akan berdampak balik pada ekspor dan utang luar negeri. Penurunan akumulatif PDB akibat guncangan NP menunjukkan bahwa kegagalan dalam menjaga kelancaran transaksi di Neraca Pembayaran akan menurunkan kredibilitas negara dan kapasitas investasi, yang pada akhirnya menekan output nasional secara berkelanjutan. Interaksi ini dapat dijelaskan melalui Model Mundell-Fleming (Mizukami, 1979) yang menganalisis keterkaitan kebijakan moneter, fiskal (termasuk SUN), dan NP dalam ekonomi terbuka. Sebagaimana ditunjukkan dalam grafik VD, pergerakan modal yang dipengaruhi oleh SUN dan ULN mempengaruhi transaksi finansial NP, sementara Cadangan Devisa digunakan untuk intervensi menstabilkan nilai tukar. Tingginya kontribusi PDB terhadap variansi NP menunjukkan bahwa pertumbuhan produksi domestik terutama jika didorong oleh impor bahan baku industri akan memperbaiki struktur produksi yang dalam jangka panjang mampu memperkuat posisi Neraca Pembayaran.

Implikasi Kebijakan

1. Penelitian ini menemukan bahwa penambahan SUN dalam jangka panjang berpengaruh negatif dan signifikan

terhadap PDB, mengindikasikan bahwa beban bunga dan servicing utang melampaui manfaat stimulus fiskalnya. Implikasinya, pemerintah perlu lebih selektif dalam penerbitan SUN dan memastikan penggunaannya pada investasi produktif berdasarkan uji IRF yang menunjukkan respons positif PDB terhadap shock SUN dalam jangka pendek-menengah. Efektivitas SUN dalam mendorong pertumbuhan output didukung oleh perannya sebagai penarik modal asing dan penguat cadangan devisa. Temuan ini mengonfirmasi integrasi teori antara kebijakan fiskal (utang) dan stabilitas moneter (cadangan devisa & neraca pembayaran) dalam menciptakan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang berkelanjutan.

2. Hasil penelitian ini memperkuat argumen bahwa Cadangan Devisa adalah pilar utama dalam menjaga stabilitas makroekonomi Indonesia. Melalui penurunan risiko negara dan kemampuannya membiayai ekspansi ekonomi, Cadangan Devisa terbukti memiliki keterkaitan yang erat dengan pertumbuhan PDB, baik sebagai instrumen sinyal investasi dalam jangka pendek maupun sebagai penjaga keseimbangan kointegrasi dalam jangka panjang
3. Penelitian ini menemukan bahwa pengaruh Utang Luar Negeri terhadap PDB di Indonesia masih berada dalam tahap transisi efisiensi. Peran ULN sebagai stimulan kapasitas produksi nasional, hasil statistik selama periode 60 observasi menunjukkan bahwa dampak positif tersebut belum terealisasi secara signifikan. Hal ini menekankan pentingnya pengelolaan alokasi ULN pada sektor-sektor yang memiliki dampak multiplier tinggi terhadap PDB guna mengoptimalkan peran utang sebagai motor pembangunan ekonomi nasional.
4. Penelitian ini menemukan bahwa Neraca Pembayaran merupakan determinan jangka panjang yang signifikan bagi PDB Indonesia selama 60 periode pengamatan. Perannya sebagai kendala pertumbuhan menggarisbawahi pentingnya menjaga

stabilitas transaksi berjalan dan finansial. Keterkaitan erat antara NP, PDB, dan Cadangan Devisa menunjukkan bahwa kebijakan fiskal dan moneter harus disinergikan untuk memastikan bahwa aliran modal masuk (seperti melalui SUN dan ULN) mampu mendorong sektor produktif, sehingga NP tidak menjadi penghambat, melainkan pendukung pertumbuhan ekonomi nasional yang berkelanjutan

PENUTUP

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan, penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan antara Surat Utang Negara, cadangan devisa, utang luar negeri, neraca pembayaran, dan PDB Indonesia memiliki pola yang berbeda dalam jangka pendek dan jangka panjang. Dalam jangka pendek, hanya cadangan devisa yang terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap PDB. Sementara itu, Surat Utang Negara, utang luar negeri, dan neraca pembayaran belum menunjukkan pengaruh signifikan terhadap PDB. Kondisi ini menunjukkan bahwa instrumen fiskal dan pembiayaan eksternal membutuhkan waktu tertentu untuk memberikan dampak nyata terhadap output ekonomi nasional.

Dalam jangka panjang, hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan kointegrasi yang stabil antarvariabel. Surat Utang Negara, cadangan devisa, utang luar negeri, dan neraca pembayaran memiliki hubungan signifikan terhadap PDB. Surat Utang Negara dan utang luar negeri berpengaruh negatif terhadap PDB, yang mengindikasikan bahwa peningkatan beban utang dapat menekan pertumbuhan ekonomi apabila tidak diimbangi dengan penggunaan yang produktif. Sebaliknya, cadangan devisa dan neraca pembayaran berpengaruh positif terhadap PDB, sehingga keduanya berperan penting dalam menjaga stabilitas eksternal dan mendukung pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Hasil analisis Impulse Response Function menunjukkan bahwa PDB merespons guncangan Surat Utang Negara secara positif dan akumulatif. Temuan ini mengindikasikan bahwa SUN masih dapat

berperan sebagai stimulus pertumbuhan ekonomi. Namun, guncangan pada cadangan devisa dan neraca pembayaran direspons negatif oleh PDB hingga periode ke-60. Hal ini mencerminkan bahwa output ekonomi Indonesia masih rentan terhadap perubahan stabilitas eksternal dan moneter.

Selanjutnya, hasil Variance Decomposition menunjukkan bahwa fluktuasi PDB sebagian besar masih dipengaruhi oleh guncangan internal PDB itu sendiri, yaitu sekitar 80%. Neraca pembayaran menjadi variabel eksternal dengan kontribusi cukup besar, yaitu sekitar 10%. Selain itu, variasi utang luar negeri lebih banyak dipengaruhi oleh guncangan cadangan devisa, yaitu sekitar 45%, dibandingkan oleh faktor internalnya sendiri. Temuan ini menegaskan bahwa pengelolaan cadangan devisa, neraca pembayaran, dan utang perlu dilakukan secara hati-hati agar dapat mendukung pertumbuhan ekonomi secara berkelanjutan.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] B. Adhitya. (2021). Analisis Determinan Cadangan Devisa di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi* 21(1): 184.
- [2] N.L. Agustina. (2025). Neraca Pembayaran Indonesia Triwulan III 2025. Publikasi Ekonomi Indonesia.
- [3] I. Darmawan. (2022). Dampak Utang Luar Negeri Terhadap Perekonomian Indonesia. *Jurnal Pendidikan Ekonomi dan Akuntansi* 15(2): 57-69.
- [4] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2023). Pengertian Surat Utang Negara. Kementerian Keuangan Republik Indonesia.
- [5] S. El Ouardi. (2023). Leading Indicators of Sovereign Defaults in Middle- and Low-Income Countries: The Role of Foreign Exchange Reserve Ratios in Times of Pandemic. *Economics Bulletin* 43(2): 793-812.
- [6] N. Fatmawatie, E. Endri, and D. Husein. (2024). Macroeconomic Factors and Government Bond Yield in Indonesia. *Public and Municipal Finance* 13(1): 95-105.

- [7] J. Felipe, M. Lanzafoame, and G. Estrada. (2019). Is Indonesia's Growth Rate Balance of Payments Constrained? A Time-Varying Estimation Approach. *Review of Keynesian Economics* 7(4): 537-553.
- [8] S. Gladiola. (2022). Analisis Keberlanjutan serta Pengaruh Surat Berharga Negara dan Faktor Lainnya Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Indonesian Treasury Review* 7(3): 239-254.
- [9] D.N. Gujarati. (2009). *Basic Econometrics*. Fifth Edition. McGraw-Hill.
- [10] S. Hu, W. Lin, H. Xu, and K. Wong. (2021). Relationship Between Government Debt and Economic Growth. *ACM International Conference Proceeding Series*: 93-103.
- [11] H. Juliansyah. (2021). Analisis Hubungan Ekspor, Pembayaran Hutang Luar Negeri dan Nilai Tukar Terhadap Cadangan Devisa Indonesia. *Jurnal Ekonomi Regional* 10(1): 10-22.
- [12] R. Khaerunnisa. (2025). BI Sebut Neraca Pembayaran Indonesia Triwulan III-2025 Tetap Baik. *Publikasi Ekonomi Indonesia*.
- [13] H. Kuncoro and F. Fafurida. (2023). Current Account Imbalances and Exchange Rate Volatility: Empirical Evidence from Indonesia. *Economic Horizons* 25(1): 17-30.
- [14] T.Y.R.R. Laksono and D. Tarmidi. (2021). The Effect of Export, Import, and Public Education Expenditure on Foreign Exchange Reserves: A Geographical Perspective Study on Indonesia. *Review of International Geographical Education Online* 11(1): 456-468.
- [15] H. Limanseto. (2025). Neraca Pembayaran Indonesia Alami Surplus Menjadi Sinyal Stabilitas Ketahanan Eksternal yang Terjaga. *Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian Republik Indonesia*.
- [16] S.R. Lubis. (2020). Determinant Analysis of Indonesian Foreign Debt: Error Correction Model Approach. *International Journal of Scientific and Technology Research* 9(2): 2419-2424.
- [17] G.N. Masdjojo, F.X. Sugyanto, and R. Mariatmo. (2016). An Empirical Study of Foreign Exchange Reserve Through the Balance of Payment of Indonesia Based on the Keynesian and the Monetary Approach. *International Journal of Applied Business and Economic Research* 14(11): 7647-7674.
- [18] B.S. Nazamuddin, S.S. Wahyuni, F. Fakhruddin, and F. Fitriyani. (2024). The Nexus Between Foreign Exchange and External Debt in Indonesia: Evidence from Linear and Nonlinear ARDL Approaches. *Journal of the Asia Pacific Economy* 29(2): 810-836.
- [19] N. Nur'Eni, N. Anisa, and L. Handayani. (2023). Analysis of the Relationship Between Exports, Imports, BI Rate, Exchange Rate, Money Supply, and Indonesia's Foreign Exchange Reserves Using Vector Error Correction Model Method. *AIP Conference Proceedings* 2719: 30.
- [20] M. Obstfeld, J.C. Shambaugh, and A.M. Taylor. (2005). The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. *The Review of Economics and Statistics* 87(3): 423-438.
- [21] A. Rachman. (2025). Utang RI Tembus Rp9.138 T, Masih Aman? *Publikasi Ekonomi Indonesia*.
- [22] M. Obstfeld and K. Rogoff. (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. MIT Press.
- [23] P.W. Santosa. (2021). Macroeconomic Indicators and Yield Curve of Indonesian Government Bond. *Business, Management and Economics Engineering* 19(1): 34-48.
- [24] P.W. Santosa and P. Sihombing. (2015). Factors Affecting the Yield Curve Fluctuation of Indonesia Government Bond. *International Journal of Applied Business and Economic Research* 13(6): 4073-4087.
- [25] A.E. Sujianto. (2020). Macroeconomic Factors and Balance of Payment:

- Evidence from Indonesia. *Industrial Engineering and Management Systems* 19(1): 266-272.
- [26] O.J. Soedradjad. (2017). Perkembangan Teori Neraca Pembayaran. *Jurnal Ekonomi Indonesia* 28(3).
- [27] Republik Indonesia. (2002). Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara. Lembaran Negara Republik Indonesia.
- [28] A. Utami and A. Syukri. (2020). The Relationship Between Gross Domestic Product with International Balance of Payment: Empirical Evidence. *Journal of Developing Economies* 5(2): 103-119.
- [29] H. Wahyudi, D. Wirawan, I.W. Suparta, and W.A. Palupi. (2023). Determinants of Indonesia's External Debt 31 Years. *WSEAS Transactions on Business and Economics* 20: 1802-1811.
- [30] P. Warjiyo and R.D. Handoyo. (2020). Foreign Exchange Intervention: Has It Been Effective in Indonesia? *International Journal of Advanced Science and Technology* 29(4): 1937-1946.