

Economic Bulletin – Issue 12

Jaminan Pensiun (JP) Indonesia: *Asset Allocation*

- Seiring dengan profil penduduk yang mulai menua, program dana pensiun tidak hanya harus menanggung liabilitas, tetapi juga menjaga *replacement rate* atas *benefit* yang diberikan. Peran pengelolaan dan pengalokasian aset menjadi sangat penting dalam mencapai tujuan tersebut.
- Setiap negara memiliki *Regulation & Policy* serta *Management Guidance* yang sangat bervariasi dan dua komponen ini menjadi cerminan persentase alokasi & lokasi (global/domestik) pada setiap kelas aset.
- Analisis investasi kelas aset antara *equities & bonds* di *global & domestic* menunjukkan bahwa *global equities* menjadi salah satu aset yang konsisten memberikan *positive annual total return* dan dengan tingkat CAGR 10 tahun tertinggi.
- Data empiris menunjukkan semakin tinggi persentase alokasi pada investasi *equity* akan meningkatkan *real return* dari investasi. Sebaliknya, semakin tinggi persentase *fixed income*, maka semakin rendah *real return* yang akan diperoleh.
- Arah investasi program pensiun ke-depan sangat menentukan sustainabilitas dan kemampuan program dana pensiun dalam melindungi populasi Indonesia yang mulai menua.

Reza Yamora Siregar

reza.jamora@ifg.id
Head of IFG-Progress

Rizky Rizaldi Ronaldo

rizky.rizaldi@ifg.id
Research Associate

Jaminan Pensiun (JP) Indonesia: Asset Allocation

Dalam menganalisis program pensiun di Indonesia, komponen aset dan liabilitas dari program pensiun menjadi dua hal yang sangat krusial bagi keberlangsungan program tersebut. Komponen liabilitas, dalam hal ini, menunjukkan bagaimana profil tanggungan program dana pensiun yang harus dicakup dan dipenuhi. Sedangkan dari sisi aset, komponen ini menentukan kapasitas dan kemampuan program dana pensiun dalam memenuhi tanggungan yang dimiliki. Keseimbangan antara kedua komponen tersebut menjadi kunci apakah program dana pensiun tersebut dapat *sustain* dan terus berjalan.

Penelitian ini akan secara spesifik membahas terkait bagaimana alokasi aset dana pensiun ditentukan, dan simulasi sederhana menggunakan sistematis alokasi yang berbeda. Secara khusus, penelitian ini akan terbagi menjadi 5 sub-bagian, yaitu 1) *Regulation & Policy*, 2) *Management Guidance*, 3) *Asset Allocation*, 4) *Matrix Return & Allocation*, & 5) *Simulation* (Exhibit 1).

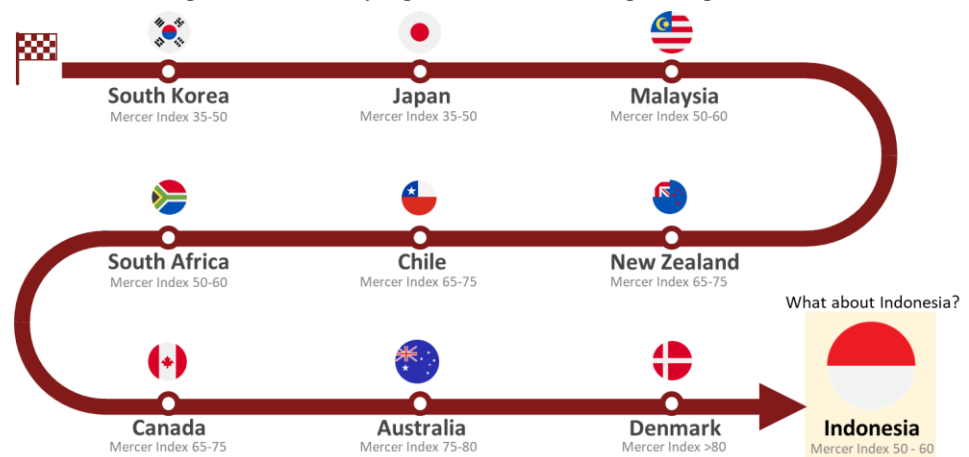
Penelitian ini menggunakan sembilan negara pembanding yang terbagi dalam ranking penilaian *mercer index*¹ sebagai studi kasus komparasi dan perbandingan. Negara-negara studi kasus terdiri dari: 1) South Korea (range mercer index 35 – 50), 2) Japan (range mercer index 35 – 50), 3) Malaysia (range mercer index 50 – 60), 4) South Africa (range mercer index 50 – 60), 5) Chile (range mercer index 65 – 75), 6) New Zealand (range mercer index 65 – 75), 7) Canada (range mercer index 65 – 75), 8) Australia (range mercer index 75 – 80), & 9) Denmark (range mercer index >80) (Exhibit 2).

Exhibit 1. Research Framework - Jaminan Pensiun (JP) Indonesia: Asset Allocation



Sumber: IFGP Research.

¹ Indeks Pensiun Global Mercer CFA Institute 2021 membandingkan 43 sistem pensiun di seluruh dunia, menyoroti kekuatan dan kelemahannya. Indeks tersebut mewakili lebih dari 65 persen populasi dunia, menunjukkan adanya keragaman besar antara sistem di seluruh dunia dengan skor mulai dari 40,6 untuk Thailand hingga 84,2 untuk Islandia. Peningkatan nilai indeks menunjukkan perkembangan sistem pensiun ke arah yang lebih baik. Lihat lebih lanjut untuk metode perhitungan di: <https://www.mercer.com/our-thinking/global-pension-index-2021.html#contactForm>

Exhibit 2. Sembilan Negara Studi Kasus yang Tersebar Dari Berbagai Range Skor Mercer Index

Sumber: Mercer, CFA Institute, IFGP Research. Note: Sembilan negara studi kasus diambil dari berbagai range index mercer untuk membandingkan kondisi dari berbagai program pensiun yang dianggap memiliki sistem 'terbaik' dan 'kurang baik'

Regulation & Policy

Pembahasan terkait regulasi dan kebijakan menjadi dasar dalam menganalisis alokasi aset program pensiun. Seluruh negara yang digunakan dalam penelitian ini, beserta Indonesia, memiliki dasar regulasi dan kebijakan yang memandu dan membatasi ruang gerak dari program dana pensiun, begitu pula terkait bagaimana mereka menempatkan serta mengalokasikan aset yang mereka miliki (Exhibit 3). Pengaturan dari regulasi dan kebijakan di setiap negara sangat bervariasi serta dapat berubah/berganti pada tahun tertentu.

Exhibit 3. Regulasi & Kebijakan Negara Studi Kasus Terkait Portfolio Limit Menunjukkan Hanya Indonesia, Malaysia, & Chile Yang Memiliki *Portfolio Limit – Floor*

Mercer Index	Country	Portfolio Limit								Regulation	
		Ceiling					Floor				
		Bank Deposits	Bonds	Equity	Loans	Private Investment Funds	Real Estate	Retail Investment Funds	Various		
35 - 50	South Korea	X	Government Bond (100%), Corporate Bond (70%) - BBB- below Not Allowed	DB (Listed 70%; Unlisted 0%), DC (0%)	Not Allowed	DB (≥70%), DC (Not Allowed)	DB (listed ≥70%), DC (Not Allowed)	DB (≥70%); DC (≥70%)	-	The National Pension Act And Enforcement Decree (Translation)	
35 - 50	Japan	X	X	X	Not Allowed	X	Not Allowed	X	-	GP F Operation Policy section II item 1 (Translation)	
50 - 60	Malaysia	Not Available								Bond (invest/re-invest ≥50% of all money belonging to the fund, moneys so invested in such securities at any one time shall not 70%≥ of Fund's total investments.)	Act 452 (Employees Provident Fund Act 1991) (Translation)
50 - 60	South Africa	X	Government Bonds (100%), Central Bank Bonds (75%), Unlisted (≥25%)	Listed (75%), Unlisted (≥10%)	5% (≥10% with the prior approval)	Hedge funds (HF) and Private Equity (PE) (≥15%), HF or PE funds (≥10%)	Listed (25%), Unlisted (10%)	X	-	GEP LAW 21 of 1996	
65 - 75	Chile	85%	Public bonds: 50%, Corporate bonds: 10%	40%	9%	Not Allowed	9%	X	Bonds (35% - 50%) Foreign Assets (30% - 75%) Limited Security (10% - 20%) Alternative Assets (5% - 20%)	Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones 2022 (Translation)	
65 - 75	New Zealand	X	X	X	X	X	X	X	-	Section 132 of the KiwiSaver Act	
65 - 75	Canada	X	X	X	X	X	X	X	-	CPP Investment Board Regulations (SOR/99-190)	
75 - 80	Australia	X	X	X	Not Allowed (Loans to members and their relatives) >5% of total country's market (bank and mortgage-credit institution), 7.5% for corporate mortgage-credit lending	X	X	X	-	SPS 530 (2013) & SIS Act.	
>80	Denmark	X	X	X		X	X	X	-	ATP Act (Translation)	
50 - 60	Indonesia	X	X	X	10% (MTN)	15%	20%	X	≥50% of Employment Social Security Fund investment; ≥30% of total BPJS Ketenagakerjaan investment state securities	POJK No. 1/POJK.05/2016; No. 36/POJK.05/2016; & No. 56/POJK.05/2017	

Sumber: Berbagai Annual Reports, OECD, IFGP Research. Note: Regulasi & kebijakan yang digunakan merupakan regulasi dan kebijakan terupdate berdasarkan ketentuan negara-negara terlampir. Beberapa negara memiliki batas dasar, tetapi tidak dalam kategori kelas aset, seperti: 1) 10 % (BV) dalam sekuritas; (a) setiap orang; (b) dua atau lebih orang terkait; atau (c) dua atau lebih perusahaan terafiliasi, 2) 15% dari portfolio dalam growth assets, 3) GPIF mengelola dan menginvestasikan dana cadangan pensiun sesuai dengan Policy Asset Mix

Perbandingan antara regulasi dan kebijakan antar negara dapat memberikan gambaran yang sangat penting terkait arah pengembangan, maupun potensi terhambatnya perkembangan program dana pensiun di negara tersebut. Sub-bagian dari regulasi secara umum dikategorikan menjadi dua bagian, yaitu 1) *Portfolio Limit Ceiling*, & 2)

Portfolio Limit Floor. Portfolio Limit Ceiling adalah regulasi dan kebijakan yang ditujukan sebagai batasan atas/maksimal bagi program dana pensiun dalam mengalokasikan asetnya, sedangkan *Portfolio Limit Floor* adalah batas bawah atau minimal dalam mengalokasikan asetnya.

Untuk *portfolio limit ceiling*, sembilan negara studi kasus menunjukkan berbagai variasi, seperti Jepang yang tidak memiliki batasan atas untuk kelas aset *Bonds* dan Chile yang menetapkan batasan atas sebesar 50% untuk *public bonds* dan 10% untuk *corporate bonds*. Indonesia sendiri memiliki variasi yang berbeda, khususnya untuk kelas aset *real estate* dengan batasan atas sebesar 20%.

Di sisi lain, pada *portfolio limit floor*, terdapat pola yang serupa antara tiga negara, yaitu 1) Indonesia, 2) Chile, & 3) Malaysia. Ketiga negara tersebut memiliki ketentuan *portfolio limit floor* yang cukup jelas, khususnya untuk kelas aset *Bonds*. Di Indonesia, ketentuan dari POJK Nomor 1/POJK.05/2016, 36/POJK.05/2016, & 56/POJK.05/2017 menunjukkan bahwa BPJS Ketenagakerjaan wajib menempatkan investasi pada Surat Berharga Negara (SBN) Indonesia dengan ketentuan:

- Paling rendah 50% (lima puluh persen) dari seluruh jumlah investasi Dana Jaminan Sosial Ketenagakerjaan; dan
- Paling rendah 30% (tiga puluh persen) dari seluruh jumlah investasi BPJS Ketenagakerjaan.

Selanjutnya, untuk negara Malaysia, dalam ketentuan *Act. 452 (Employees Provident Fund Act 1991)*, *Board* diwajibkan untuk menempatkan investasi pada Surat Berharga Negara (SBN) Malaysia dengan ketentuan:

- “*Subject to any variation which the Minister may make under subsection (2), the Board shall invest or re-invest at least fifty per centum of the moneys belonging to the Fund and invested or reinvested during any one year, in securities issued by the Government of Malaysia, provided that the total amount of moneys so invested in such securities at any one time shall not be less than seventy per centum of the Fund's total investments.*”
- *The Minister may, upon the application of the Board, vary the percentage specified in subsection (1).”*

Sebagaimana tertera pada bagian 26B ayat (1) & (2) terkait “*Board to invest in Government Securities*”²

Terakhir, untuk negara Chile, dalam ketentuan *Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones 2022*³, Chile mewajibkan investasinya ditempatkan pada kelas aset tertentu dengan ketentuan:

- Kelas aset *Bonds* sebesar 35% - 50%;
- Kelas aset *Foreign Assets* sebesar 30% - 75%;
- Kelas aset *Limited Security* sebesar 10% - 20%; dan
- Kelas Aset *Alternative Assets* sebesar 5% - 20%.

² Lihat lebih lanjut di: <https://www.kwsp.gov.my/en/about-epf/news-highlights/references/epf-act-1991>

³ Lihat lebih lanjut di: https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15195_recurso_1.pdf

In summary, ketiga negara tersebut memiliki kesamaan dalam mewajibkan dana pensiunnya untuk menempatkan sebagian porsi aset di dalam kelas aset *Bonds/Surat Berharga Negara (SBN)* dengan berbagai variasi *range*.

Management Guidance

Berlanjut untuk *management guidance*, kami menggunakan beberapa kategori untuk melihat bagaimana sembilan negara studi kasus, beserta Indonesia, mengelola dana program pensiunnya (Exhibit 4). Penelitian ini menggunakan tujuh karakteristik, yaitu 1) *Flexible or Regulated*, 2) *Size*, 3) *Investment Team*, 4) *Active or Passive*, 5) *Global or Domestic*, 6) *Investing Flexibility*, 7) *Pension Type*. Dari ketujuh kategori yang ada, sembilan negara studi kasus dan Indonesia memiliki karakteristiknya masing-masing, akan tetapi, terdapat perbedaan di dua kategori yang cukup jelas, yaitu kategori 1) *Flexible or Regulated*, & 2) *Global or Domestic*. Dibandingkan dengan sembilan negara studi kasus, Jaminan Pensiun (JP) Indonesia merupakan salah satu dari tiga negara yang memiliki atau dapat dikategorikan sebagai negara yang alokasi aset dana pensiunnya *regulated*. Hal ini didapatkan dari bagaimana Indonesia, beserta Malaysia dan Chile, meregulasikan, secara ketat, batasan bawah (*floor limitation*) dan batasan atas (*ceiling limitation*) dari alokasi asetnya.

Exhibit 4. Management Guidance Negara Studi Kasus Menunjukkan Indonesia Sebagai Satu-Satunya Yang Melarang Investasi Di Luar Negeri dan Teregulasi

Characteristics	South Korea	Japan	Malaysia	South Africa	Chile	New Zealand	Canada	Australia	Denmark	Indonesia
Flexible or Regulated*	Semi-regulated	Flexible	Semi-Regulated	Semi-regulated	Regulated	Flexible	Flexible	Flexible	Flexible	Regulated
Size**	Large	Large	Large	Large	Small	Large	Large	Large	Large	Small
Investment Team	Hybrid	Hybrid	Hybrid	Hybrid	Hybrid	In-House	Hybrid	NA	Hybrid	NA
Active or Passive***	Hybrid (66.9% Active & 33.1% passive)	Hybrid (82.69% Passive & 16.45% Active)	Active (Details are N.A)	Hybrid (82% Passive & 18% Active)	Active (Details are N.A)	Active (Details are N.A)	Active (Details are N.A)	Active (Details are N.A)	Active (Details are N.A)	Passive (±20% Active, ±45% passive, & the rest are for liquidity purpose)
Global or Domestic	Global	Global	Global	Global	Global	Global	Global	Global	Global	Domestic
Investing Flexibility	Managed By Professionals	Managed By Professionals	Self-Investing is Allowed	Managed By Professionals	Several Options, No Self-Investing	Several Options, No Self-Investing	Managed By Professionals	Several Options, No Self-Investing	Managed By Professionals	Managed By Professionals
Pension Type	Partially-funded, defined benefit (DB), compulsory	Partially-funded, defined benefit (DB), compulsory	Fully-funded, defined contribution (DC), compulsory	Fully-funded, defined benefit (DB), compulsory	Fully-funded, defined contribution (DC), compulsory	Partially-funded, defined contribution (DC), Auto-enrollment & Voluntary	Fully-funded, defined contribution (DC), compulsory	Fully-funded, defined contribution (DC), compulsory	Fully-funded, defined contribution (DC), compulsory	Partially-funded, defined benefit, compulsory

Sumber: Berbagai Annual Reports, BPJS TK, IFGP Research. Note: Management guidance diambil dari annual reports setiap program yang digunakan sebagai studi kasus. Annual reports merupakan annual reports tahun 2021, kecuali untuk EPF Malaysia tahun 2020. *semi-regulated = Floor/Ceiling, Regulated = Floor + Ceiling, **relatif terhadap program pensiun lain di negara tersebut, ***kategori active/passive didapatkan dari laporan tahunan. Data untuk active & passive Jaminan Pensiun (JP) berasal dari interview dengan BPJS TK. Untuk South Korea kami menggunakan National Pension System (NPS), untuk Japan kami menggunakan Global Pension Investment Fund (GPIF), untuk Malaysia kami menggunakan Exchange Provided Fund (EPF), untuk South Africa kami menggunakan The Government Employees Pension Fund (GEPF), untuk Chile kami menggunakan Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), untuk New Zealand kami menggunakan ANZ KiwiSaver Growth Fund, untuk Canada kami menggunakan Canada Pension Plan (CPP), untuk Australia kami menggunakan SuperAnnuation – AustralianSuper, untuk Denmark kami menggunakan ATP Lifelong Pension, & untuk Indonesia kami menggunakan Jaminan Pensiun (JP). NA = Not Available.

Selanjutnya, untuk kategori kedua, yaitu *Global or Domestic*, Indonesia adalah satu-satunya negara, dibandingkan dengan sembilan negara pembanding, yang melarang investasi dana pensiunnya untuk ditempatkan di luar Indonesia. Artinya, dengan karakteristik ini, Indonesia hanya dapat menggunakan atau membeli instrumen keuangan yang sangat terbatas di pasar domestik dan kehilangan kesempatan untuk memperoleh imbal hasil (*yield*) lebih menarik di pasar global.

Selain kedua perbedaan di atas, dua kategori lainnya yang cukup membedakan adalah terkait *Size* dan *Pension Type*. *Size* dari dana pensiun Indonesia bersama dengan Chile, dibandingkan dengan sembilan negara pembanding, memiliki kategori *small* relatif terhadap dana pensiun lainnya. Selain itu, *Pension Type* yang dimiliki oleh Jaminan Pensiun (JP) bersifat *Partially-funded*, *Defined benefit (DB)*, & *Compulsory*, serupa dengan tipe dana pensiun Korea Selatan dan Jepang.

Asset Allocation

Alokasi aset dari investasi yang dimiliki oleh program dana pensiun merupakan *byproduct* atau hasil dari *regulation & policy* serta *management guidance* (Exhibit 5). Dua sub-topik yang telah dibahas di atas akan tercermin dan berdampak besar pada penempatan atau alokasi aset dari setiap program dana pensiun. Kondisi *guidance* dan alokasi aset sesungguhnya dari investasi program dana pensiun sembilan negara pembanding dan Indonesia sangat bervariasi. Mulai dari negara yang menempatkan sebagian besar asetnya di instrumen asing seperti New Zealand, hingga negara yang menempatkan proporsi aset yang cukup besar di *alternative instrument*. Dari berbagai variasi ini, terdapat tiga hal yang dapat disoroti, khususnya terkait alokasi aset Indonesia, yaitu 1) *Fixed Income*, 2) *Equity*, & 3) *Bank Deposits*.

Exhibit 5. Dibandingkan Dengan Aset Alokasi Program Pensiun Lain, Indonesia Memiliki Proporsi Alokasi *Equity* Kedua Terkecil, *Bank Deposits* Tertinggi, & *Fixed Income (Obligasi Pemerintah & Sukuk)* Tertinggi Di Atas Malaysia dan Chile

Asset Category	South Korea		Japan		Malaysia		South Africa		Chile		New Zealand		Canada		Australia		Denmark		Indonesia	
	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation	Guidance	Allocation
Equity	16.30	17.50	25 (std ±8)	24.92		41.93	40 - 55	54.00		5.40	15.00	14.77	46.00	55.00	10 - 60	27.00		22.00		13.90
Real Estate	-	-	-	-		5.51	3 - 7	3.00	Equity 39.5	-	9.00	9.99	-	10.00	0 - 10 (listed) & 0 - 30 (direct)	6.00	35 (Equity Factor)	12.00		-
Fixed Income	34.50	35.80	25 (std ±7)	24.95	Not Available	45.96	26 - 36	33.00	40.80	4.00	3.74	32.00	22.00	0 - 25	11.00		25.00	35 (interest rate factor)	Not Available	63.08
Investment Funds	-	-	-	-	-	-	-	-	0.60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.40
Loans/credit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17.00	13.00	0 - 20	5.50		9.00	15 (inflation factor)	-	-
Bank Deposits	-	-	-	-	-	-	-	-	Fixed Income 60.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.62
Foreign Assets	35.80	33.70	50 (std ±6 - ±7)	50.14	-*	-*	0 - 14	8.00	53.30	65.00	61.94	-*	-*	10 - 45	31.00		15 (other factor)	18.00		-
Others	13.40	12.90	-	0.00	6.60	6.60	0 - 8	2.00	1.00	7.00	9.56	31.00	0.00	0 - 55	19.50		15.00			0.00

Sumber: Berbagai Annual Reports, IFGP Research. Note: Alokasi tidak selalu sama dengan guidance dan dapat memiliki standar deviasi. Beberapa tidak mencapai 100 karena pembulatan. Untuk South Korea kami menggunakan National Pension System (NPS), untuk Japan kami menggunakan Global Pension Investment Fund (GPIF), untuk Malaysia kami menggunakan Exchange Provided Fund (EPF), untuk South Africa kami menggunakan The Government Employees Pension Fund (GEPF), untuk Chile kami menggunakan Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), untuk New Zealand kami menggunakan ANZ KiwiSaver Growth Fund, untuk Canada kami menggunakan Canada Pension Plan (CPP), untuk Australia kami menggunakan Superannuation – AustralianSuper, untuk Denmark kami menggunakan ATP Lifelong Pension, & untuk Indonesia kami menggunakan Jaminan Pensiun (JP). Foreign Assets dapat berupa Equity, Fixed Income, maupun alternative assets. *Pembagian Canada & Malaysia yang tercantum pada annual reports berbentuk asset class dan tidak dibedakan secara regional, sehingga Foreign Assets dapat masuk di komponen lainnya

Untuk *Fixed Income*, dibandingkan dengan sembilan negara pembanding lainnya, Indonesia merupakan negara yang menempatkan persentase terbesar asetnya pada instrumen *Fixed Income*. Indonesia menempatkan 63.08% asetnya di instrumen *Fixed Income*, dibandingkan dengan rata-rata sembilan negara yang bernilai sebesar 24.90%⁴ atau hampir sekitar 3X lipat lebih besar. Dari sisi *Equity* dan *Bank Deposits*, Indonesia

⁴ Hanya membandingkan *Domestic Fixed Income* dan rata-rata tidak memperhitungkan alokasi Canada & Malaysia karena komponen *Fixed Income* yang tercampur antara *domestic & foreign*

menempatkan masing-masing sebesar 13.90% & 10.62% dari seluruh portfolionya, jauh lebih kecil dibanding alokasi *Equity* rata-rata tujuh negara pembanding sebesar 22.44%⁵ dan satu-satunya negara yang menempatkan asetnya di *Bank Deposits*.

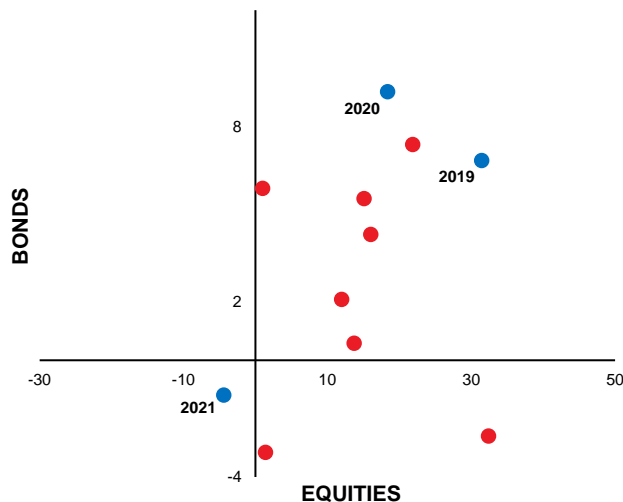
Dari sisi *Foreign Assets*, Indonesia menempatkan portfolio di instrumen aset luar negeri sebesar 0% atau tidak ada sama sekali. Hal ini sangat berbanding terbalik dengan negara-negara pembanding yang mempunyai alokasi di aset tersebut. Negara seperti New Zealand dan Japan bahkan mengalokasikan lebih dari setengah portfolio mereka pada instrument luar negeri, masing-masing sebesar 61.94% dan 50.14%. Negara-negara lainnya juga mengalokasikan sejumlah aset yang cukup tinggi, seperti South Korea, Australia, dan Denmark dengan masing-masing sebesar 33.70%, 31.00%, dan 18.00%.

Matrix Return & Allocation

Setelah membahas terkait alokasi aset, pertanyaan selanjutnya adalah apakah alokasi di kelas aset tertentu, seperti yang dilakukan oleh program dana pensiun, akan menjamin *return* atau imbal hasil yang tinggi. Untuk menganalisis hal tersebut, penelitian ini akan mengeksplorasi dua hal kunci, yaitu 1) Performa Aset (*global & domestic*⁶), 2) Proporsi Alokasi Aset (*equity, fixed income, & investment abroad*).

Exhibit 6. Dalam 9 dari 10 Tahun Terakhir, Performa *Global Equities* Konsisten *Outperform Bonds*...

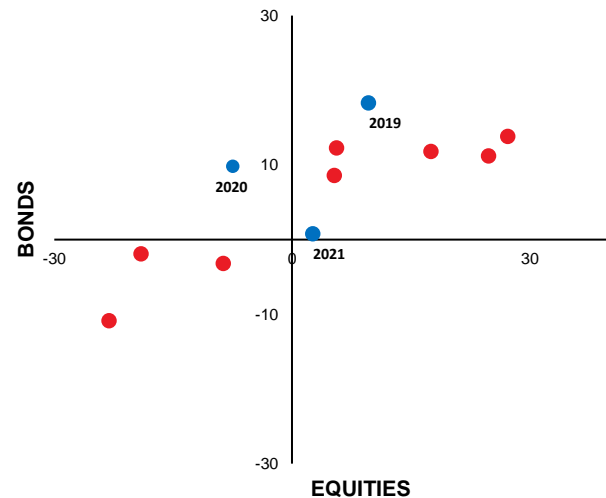
% (Annual total return)



Sumber: Bloomberg, IFGP Research. Note: untuk *equities*, kami menggunakan S&P 500 Index sebagai *global equities proxy* dan Bloomberg *global-aggregate* sebagai *global bonds proxy*. Grafik di atas menunjukkan *annual (total) returns*

Exhibit 7. ... Sebaliknya, Performa *Domestic Bonds* *Outperform Equities* Dalam 7 dari 10 Tahun Terakhir...

% (Annual total return)



Sumber: Bloomberg, IFGP Research. Note: untuk *equities*, kami menggunakan MSCI Emerging Indonesia USD index sebagai *domestic equities proxy* dan Bloomberg EM USD Aggregate: Indonesia sebagai *domestic bonds proxy*. Grafik di atas menunjukkan *annual (total) returns*

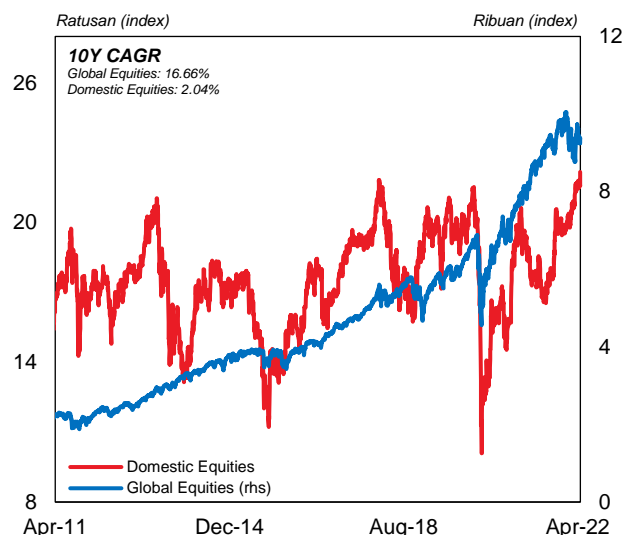
Dalam menganalisis performa aset, penelitian ini menggunakan proxy *global bonds & equities* serta *domestic bonds & equities* seperti yang terdapat pada Exhibit 6, 7, 8, & 9. Pada exhibit 6, kami membandingkan bagaimana performa *annual total return global equities* dibandingkan dengan *global bonds* selama 10 tahun terakhir dari 2011 – 2021.

⁵ Hanya membandingkan *Domestic Equity* dan rata-rata tidak memperhitungkan alokasi Canada & Malaysia karena komponen *Equity* yang tercampur antara *domestic & foreign*

⁶ Domestic dalam hal ini adalah Indonesia

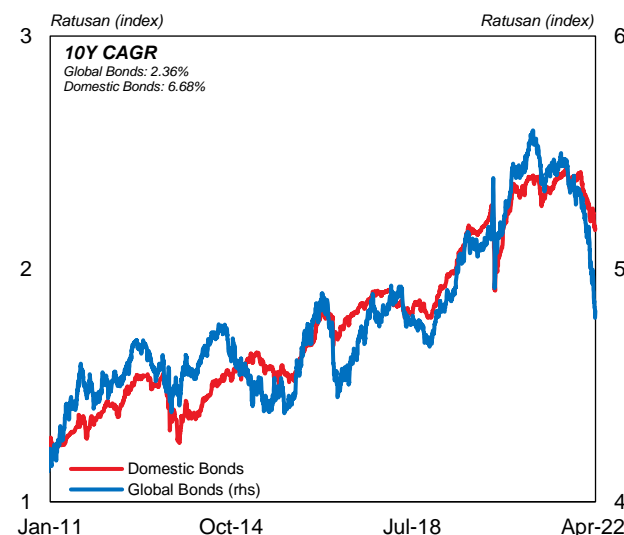
Komparasi menunjukkan bahwa selama 10 tahun terakhir, performa *global equities* secara konsisten, melampaui performa *global bonds* dengan memberikan *annual total return* yang lebih tinggi. Di sisi lain, pada exhibit 7, hasil sebaliknya diperoleh ketika perbandingan dilakukan pada performa *annual total return domestic equities* dan *bonds*. Selama 10 tahun terakhir, performa *annual total return domestic bonds* melampaui *equities* dalam 7 dari 10 tahun. Dari dua exhibit ini, setidaknya dalam 10 tahun terakhir, performa dana pensiun akan lebih optimal jika tim investasi dana pensiun Indonesia menempatkan asetnya di instrument *global equities* serta *domestic bonds*.

Exhibit 8. 10 Tahun CAGR *Global Equities* Jauh Melampaui *Domestic Equities*...



Sumber: Bloomberg, IFGP Research. Note: kami menggunakan S&P 500 Index sebagai *global equities* proxy dan MSCI Emerging Indonesia USD index sebagai *domestic equities* proxy. Index merupakan *annual (total) returns*

Exhibit 9. Sebaliknya, Untuk Konteks *Bonds*, *Domestic Bonds* Jauh Unggul Dibanding *Global*...



Sumber: Bloomberg, IFGP Research. Note: kami menggunakan Bloomberg *global-aggregate* sebagai *global bonds* proxy dan Bloomberg EM USD Aggregate: Indonesia sebagai *domestic bonds* proxy. Index merupakan *annual (total) returns*

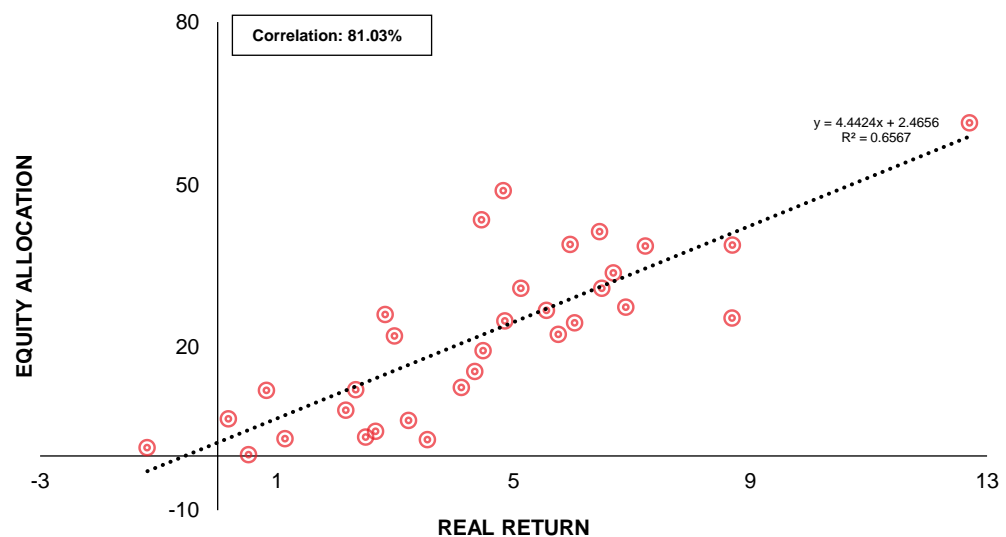
Selanjutnya, pada exhibit 8 & 9, penelitian ini juga merubah konteks komparasi menjadi kelas aset dan lokasi investasi, artinya perbandingan akan berupa *global Vs domestic equities* serta *global Vs domestic bonds*. Pada perbandingan pertama, yaitu antara *global dan domestic equities* selama 10 tahun terakhir sejak 2011 – 2021, *global equities* menunjukkan performa yang jauh lebih baik dibandingkan dengan *domestic equities*. Dengan menggunakan *Compound Annual Growth Rate (CAGR)*, *global equities* mencatatkan performa 10 tahun CAGR sebesar 16.66%. Hampir sebesar 3X lipat dari hasil yang dicatatkan oleh *domestic equities* sebesar 2.04%. Artinya, program dana pensiun dapat menghasilkan imbal hasil 8X lebih besar jika memilih *global equities* dibandingkan dengan *domestic equities*. Di sisi lain, hasil yang berbanding terbalik dicatatkan pada kelas aset *global dan domestic bonds*. Berdasarkan 10 tahun CAGR yang diperoleh dua aset tersebut, *domestic bonds* mencatatkan performa hampir sebesar 3X lipat lebih besar dari hasil yang diperoleh *global bonds*. *Domestic bonds* mencatatkan 10 tahun CAGR sebesar 6.68%, sementara itu, *global bonds* hanya mencatatkan 10 tahun CAGR sebesar 2.36%⁷.

⁷ Pada perbandingan ini, kami tidak membahas terkait *currency risk* karena dua hal, 1) bonds bersifat dollar-denominated dan diasumsikan tidak terjadi *currency exchange* dari dollar ke rupiah

Beralih pada proporsi alokasi, setiap program dana pensiun memiliki strategi investasinya masing-masing yang sangat bervariasi dan disesuaikan dengan profil liabilitas maupun objektif yang ingin dicapai. Artinya, selain memiliki objektif untuk memperoleh imbal hasil yang optimal, program dana investasi juga harus menjaga kesesuaian alokasi aset mereka terhadap liabilitas yang akan ditanggung⁸. Meskipun begitu, pada bagian ini, kami hanya akan mencoba melihat salah satu sisi objektif, yaitu perolehan imbal hasil yang optimal dengan menempatkan alokasi investasi pada kelas aset tertentu.

Dengan menggunakan proporsi alokasi investasi pada kelas aset *equity* relatif terhadap *real return* yang dimiliki oleh setiap *retirement savings plan* 32 negara pada tahun 2020, *scatter-plot* menunjukkan bahwa terdapat hubungan korelasi positif yang sangat tinggi. Hubungan antara dua variabel tersebut mencatatkan korelasi positif dengan nilai 81.03%, mengindikasikan bahwa semakin tinggi alokasi yang ditempatkan pada kelas aset *equity*, maka semakin tinggi pula *real return* yang akan dihasilkan⁹ (Exhibit 10). Tiga plot dengan proporsi alokasi *equity* dan *real return* tertinggi terdiri dari Hongkong, Iceland, dan Denmark yang masing-masing dengan alokasi sebesar 61.37%, 38.83%, dan 25.39% serta *real return* sebesar 12.71%, 8.70%, dan 8.69%.

Exhibit 10. Proporsi Alokasi *Equity* Mengindikasikan *Return* Yang Lebih Tinggi...

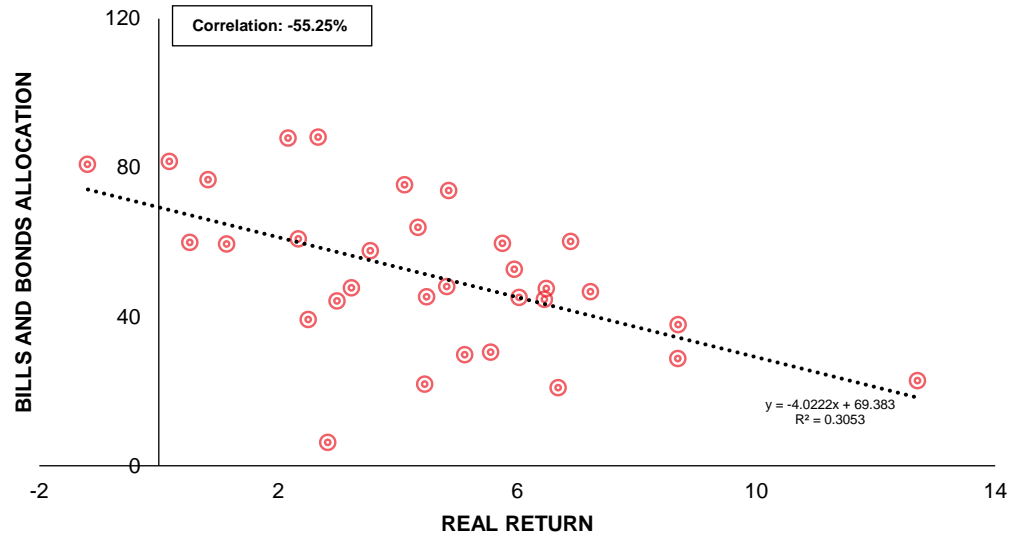


Sumber: OECD, IFGP Research. Note: untuk scatter plot ini, kami menggunakan 32 negara sebagai sampel, yaitu Hongkong, Islandia, Denmark, Kolombia, Makau, Amerika Serikat, Belanda, Peru, Irlandia, Norwegia, Israel, Kanada, Swiss, Rumania, Estonia, Yunani, Finlandia, Turki, Portugal, Slovenia, Jerman, Italia, Malta, Kazakhstan, Korea Selatan, Bulgaria, Nigeria, Republik Slovakia, Serbia, Uruguay, Rusia, & Republik Ceko. Equity allocation adalah persentase alokasi aset yang ditempatkan pada kelas aset ekuitas. Real return adalah imbal hasil riil tahunan dari *retirement savings plan* setelah dikurangi biaya investasi pada tahun 2020

Di sisi lain, jika kami mengambil perbandingan di atas, dan mengganti kelas aset *equity* menjadi *fixed income*, hasil korelasi yang sebelumnya positif berubah menjadi negatif. Dengan tingkat korelasi sebesar -55.25%, semakin tinggi alokasi aset pada kelas aset *fixed income* (*bills and bonds*) mengindikasikan perolehan *real return* yang lebih rendah (Exhibit 11).

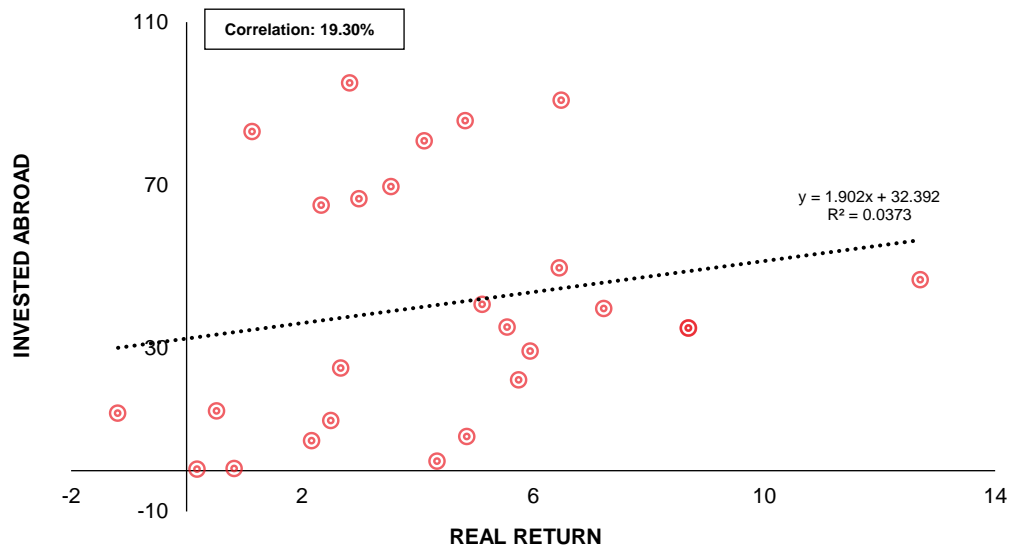
⁸ Bagian liabilitas yang menjelaskan bagian ini akan dipublikasi pada edisi selanjutnya

⁹ Analisis hanya dilakukan pada satu tahun, yaitu tahun 2020 akibat keterbatasan data terkait aset alokasi *retirement savings plan* yang sangat dinamis

Exhibit 11. ...Sebaliknya, Proporsi Alokasi *Bills & Bonds* Mengindikasikan *Return* Yang Lebih Rendah...

Sumber: OECD, IFGP Research. Note: untuk scatter plot ini, kami menggunakan 32 negara sebagai sampel, yaitu Hongkong, Islandia, Denmark, Kolombia, Makau, Amerika Serikat, Belanda, Peru, Irlandia, Norwegia, Israel, Kanada, Swiss, Rumania, Estonia, Yunani, Finlandia, Turki, Portugal, Slovenia, Jerman, Italia, Malta, Kazakhstan, Korea Selatan, Bulgaria, Nigeria, Republik Slovakia, Serbia, Uruguay, Rusia, & Republik Ceko. Equity allocation adalah persentasi alokasi aset yang ditempatkan pada kelas asset fixed income. Real return adalah imbal hasil riil tahunan dari retirement savings plan setelah dikurangi biaya investasi pada tahun 2020

Terakhir, dalam konteks investasi pada instrumen di luar negeri, penelitian ini tidak melihat korelasi yang cukup signifikan terkait relasi antara proporsi aset yang diinvestasikan di luar negeri¹⁰ dengan *real return*. Artinya, tingkat alokasi aset yang diinvestasikan di luar negeri tidak memiliki korelasi terhadap *real return* yang diterima. Komposisi aset menjadi hal terpenting, tidak hanya ditentukan oleh lokasi penempatan investasi (Exhibit 12).

Exhibit 12. Selain itu, Investasi di Luar Negeri Tidak Menjamin *Return* Yang Lebih Tinggi...

Sumber: OECD, IFGP Research. Note: untuk scatter plot ini, kami menggunakan 32 negara sebagai sampel, yaitu Hongkong, Islandia, Denmark, Kolombia, Makau, Amerika Serikat, Belanda, Peru, Irlandia, Norwegia, Israel, Kanada, Swiss, Rumania, Estonia, Yunani, Finlandia, Turki, Portugal, Slovenia, Jerman, Italia, Malta, Kazakhstan, Korea Selatan, Bulgaria, Nigeria, Republik Slovakia, Serbia, Uruguay, Rusia, & Republik Ceko. Invested Abroad adalah persentasi alokasi aset yang ditempatkan di luar negara terkait. Real return adalah imbal hasil riil tahunan dari retirement savings plan setelah dikurangi biaya investasi pada tahun 2020

¹⁰ Aset yang diinvestasikan di luar negeri merupakan total dan tidak dapat dijabarkan berdasarkan kelas aset (*equity, fixed income, alternative investment, others*)

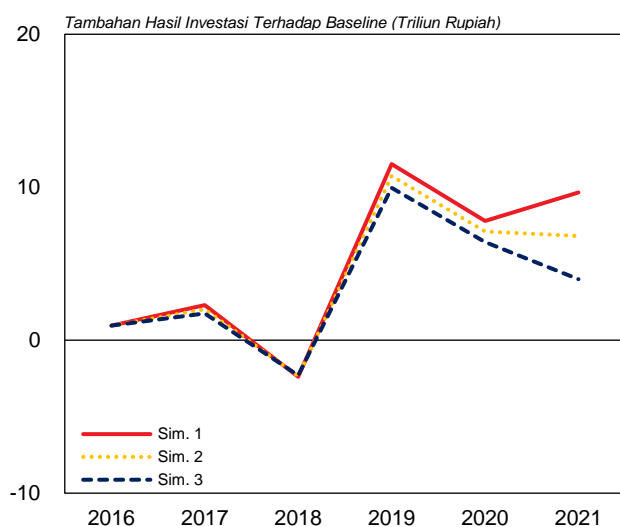
Simulation

Untuk melihat dampak imbal hasil yang diterima jika dana Jaminan Pensiun (JP) Indonesia dapat menyesuaikan alokasi aset mereka sesuai dengan performa *underlying* aset pembahasan sebelumnya, kami melakukan simulasi sederhana untuk mendapatkan gambaran potensi. Dalam melakukan simulasi, penelitian ini menggunakan empat skenario, yaitu:

- 1) **Actual** atau nilai sebenarnya
- 2) **Simulation 1:** menggunakan alokasi 50% *fixed income* dan 50% *equity*
- 3) **Simulation 2:** menggunakan alokasi 60% *fixed income* dan 40% *equity*
- 4) **Simulation 3:** menggunakan alokasi 70% *fixed income* dan 30% *equity*

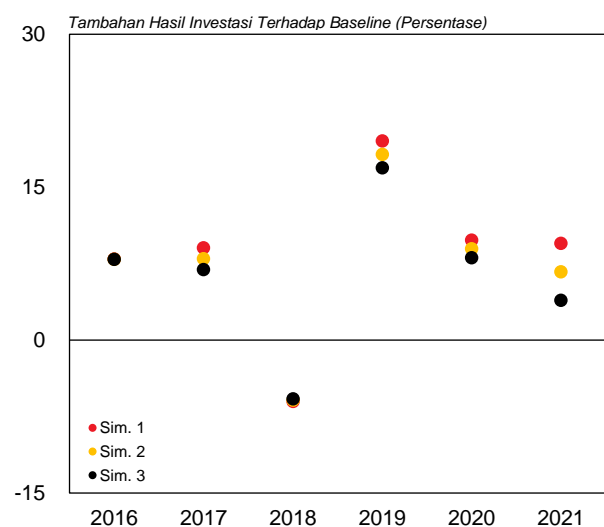
Dari ke-empat skenario di atas, kami melakukan simulasi untuk mendapatkan imbal hasil tahunan, baik secara nominal (Rupiah), maupun secara persentase. Hasil yang kami peroleh adalah seperti yang terlampir pada Exhibit 13 & 14.

Exhibit 13. Simulasi Menunjukkan Ruang Optimalisasi Bagi Hasil Investasi Jaminan Pensiun (JP) Indonesia Berkisar Antara Rp20 – Rp30 Triliun...



Sumber: IFGP Research. Note: Simulasi menggunakan performa index komposit domestic pada Exhibit 6 – 9 dalam annual (total) returns

Exhibit 14. ...3 Skenario Simulasi Konsisten Outperform Baseline Setiap Tahunnya, Kecuali Pada Tahun 2018...



Sumber: IFGP Research. Note: Simulasi menggunakan performa index komposit domestic pada Exhibit 6 – 9 dalam annual (total) returns

Dibandingkan terhadap *baseline*¹¹, ketiga hasil simulasi menunjukkan selisih potensi imbal hasil yang cukup signifikan. Pada hasil investasi kumulatif misalnya, baik simulasi 1, 2, dan 3, ketiganya dapat memperoleh hasil investasi dengan selisih berkisar diantara Rp20 Triliun – Rp30 triliun. Potensi imbal hasil yang sangat signifikan, setidaknya dalam lima tahun. Begitu pula dari sisi *investment return*, baik simulasi 1, 2, dan 3, ketiganya memperoleh *annual return* setiap tahunnya jauh melebihi *baseline annual return*, setidaknya dengan selisih 5%.

Akan tetapi, meskipun ketiga simulasi memberikan potensi imbal hasil yang sangat besar, ketiga simulasi juga memiliki kekurangan, khususnya terkait *volatility & risk management*.

Ketiga skenario mengalami penurunan yang cukup signifikan pada tahun 2018, dengan *annual return* berada di area negatif. Di sini lah peran penting dari *Strategic Asset Allocation (SAA) & Tactical Asset Allocation (TAA)* serta *Liability Driven Investment (LDI)* untuk memperhitungkan objektif penting di luar optimalisasi imbal hasil, yaitu *risk management* untuk memenuhi profil liabilitas program dana pensiun tersebut¹².

Conclusion

In conclusion, alokasi aset investasi program dana pensiun merupakan salah satu komponen penting dalam keberlangsungan dan kesuksesan program pensiun tersebut. Performa tim investasi/internal dari program pensiun menjadi kunci apakah program pensiun tersebut dapat menanggung seluruh liabilitas yang mereka miliki, terlebih ketika struktur demografi peserta program dana pensiun tersebut sudah lanjut usia. Tidak hanya itu, program dana pensiun juga harus menjamin bahwa persentase tanggungan atau *benefit* yang diberikan memenuhi ketentuan minimal dari yang sudah ditentukan, yaitu tingkat *replacement rate*.

Regulation & policy dan *Management Guidance* menjadi dua komponen yang menentukan apakah program dana pensiun dapat mengoptimalkan imbal hasil investasinya. Seperti contoh, pada kasus Jaminan Pensiun (JP) Indonesia, dengan ketetapan POJK, separuh investasi JP terfokuskan pada instrumen Surat Berharga Negara (SBN). Terlebih lagi, dengan *management guidance* yang diterapkan, porsi ini menjadi lebih besar lagi hingga mencapai 63.08%. Dengan analisis performa *underlying* aset yang sudah dibahas di atas, penempatan alokasi akibat regulasi dan arahan manajemen membuat JP tidak dapat mengoptimalkan investasinya

Exhibit 15. The Future of Pension Funds Investment



Sumber: Wall Street Journal, IFGP Research. Note: Anecdote berdasarkan kasus Fidelity Investments

Sebagai penutup, penelitian ini ingin membawa sebuah *anecdote* yang berasal dari Fidelity, suatu perusahaan investasi asal Amerika Serikat, dalam menjalankan investasi

program dana pensiunnya. Dengan regulasi yang tidak restriktif dan dikombinasikan dengan manajemen yang tidak konservatif, Fidelity dapat memperbolehkan peserta program pensiunnya untuk menempatkan aset mereka di instrumen keuangan Bitcoin. Suatu keputusan yang sangat agresif, jika dibandingkan dengan JP yang masih mewajibkan alokasi investasinya di kelas aset tertentu.

Arah dan masa depan investasi program dana pensiun merupakan hal yang sangat penting untuk Indonesia kedepannya. Proporsi penduduk yang masih cenderung muda saat ini tidak memberikan beban berat bagi liabilitas JP. Akan tetapi, kedepannya, liabilitas ini akan terus tumbuh dan membesar. Jika tidak dibarengi dengan pengelolaan aset yang baik, JP dapat menjadi '*time bomb*' yang akan menjadi beban finansial di masa depan.

PT. Bahana Pembinaan Usaha Indonesia (Persero)

Gedung Graha CIMB Niaga, 18th Floor
 Jl. Jendral Sudirman Kav. 58
 RT.5/RW.3, Senayan, Kebayoran Baru
 Kota Jakarta Selatan, DKI Jakarta 12190
 (+62) 021 2505080

 PT. Bahana Pembinaan Usaha Indonesia – Persero
 Indonesia Financial Group
 @indonesiafinancialgroup
 @ifg_id

Indonesia Financial Group (IFG)

Indonesia Financial Group (IFG) adalah BUMN Holding Perasuransian dan Penjaminan yang beranggotakan PT Asuransi Kerugian Jasa Raharja, PT Jaminan Kredit Indonesia (Jamkrindo), PT Asuransi Kredit Indonesia (Askrindo), PT Jasa Asuransi Indonesia (Jasindo), PT Bahana Sekuritas, PT Bahana TCW Investment Management, PT Bahana Artha Ventura, PT Bahana Kapital Investa, PT Graha Niaga Tata Utama, dan PT Asuransi Jiwa IFG. IFG merupakan holding yang dibentuk untuk berperan dalam pembangunan nasional melalui pengembangan industri keuangan lengkap dan inovatif melalui layanan investasi, perasuransian dan penjaminan. IFG berkomitmen menghadirkan perubahan di bidang keuangan khususnya asuransi, investasi, dan penjaminan yang akuntabel, prudent, dan transparan dengan tata kelola perusahaan yang baik dan penuh integritas. Semangat kolaboratif dengan tata kelola perusahaan yang transparan menjadi landasan IFG dalam bergerak untuk menjadi penyedia jasa asuransi, penjaminan, investasi yang terdepan, terpercaya, dan terintegrasi. IFG adalah masa depan industri keuangan di Indonesia. Saatnya maju bersama IFG sebagai motor penggerak ekosistem yang inklusif dan berkelanjutan.

Indonesia Financial Group (IFG) Progress

The Indonesia Financial Group (IFG) Progress adalah sebuah *Think Tank* terkemuka yang didirikan oleh Indonesia Financial Group sebagai sumber penghasil pemikiran-pemikiran progresif untuk pemangku kebijakan, akademisi, maupun pelaku industri dalam memajukan industri jasa keuangan.