

# ANALISIS PENGARUH SUKU BUNGA *THE FED* : *FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE* TERHADAP HARGA XAUUSD (STUDI *EVENT STUDY* PERIODE 2020-2025)

Bayu Satria Perdana<sup>1\*</sup>, Novita Putri Diantanti<sup>2</sup>, M. Halim Fawazi<sup>3</sup>

<sup>1</sup> bsperdana44@gmail.com, Universitas Islam Blitar, Indonesia

<sup>2</sup> novitapuputrid@gmail.com, Universitas Islam Blitar, Indonesia

<sup>3</sup> fawazi884@gmail.com, Universitas Islam Blitar, Indonesia

## INFO ARTIKEL

### Riwayat Artikel:

Pengajuan : 06/08/2026

Revisi : 30/08/2026

Penerimaan : 07/09/2026

### Kata Kunci:

Imbal Hasil Abnormal,  
Studi Peristiwa, FOMC,  
Suku Bunga, XAUUSD

### Keywords:

Abnormal Return, Event  
Study, FOMC, Interest Rate,  
XAUUSD

## ABSTRAK

Emas merupakan aset lindung nilai global yang sensitif terhadap kebijakan suku bunga Federal Reserve. Penelitian ini menganalisis reaksi harga XAUUSD terhadap 45 pengumuman Federal Open Market Committee (FOMC) selama Juni 2020-Desember 2025 (11 *Rate Hike*, 28 *Hold*, 6 *Rate Cut*) menggunakan pendekatan *event study*. *Abnormal return* dihitung dengan *Mean-Adjusted Return Model* pada *event window*  $t-3$  hingga  $t+3$  dan diuji dengan *Wilcoxon Signed-Rank Test*. Secara agregat, tidak ditemukan *abnormal return*, *cumulative abnormal return*, maupun perbedaan *return* sebelum-sesudah pengumuman yang signifikan ( $p > 0,05$ ). Namun, kategori *Rate Hike* menunjukkan *abnormal return* signifikan dua hari sebelum pengumuman ( $p = 0,004$ ) dan pada hari pengumuman itu sendiri ( $p = 0,016$ ), mengindikasikan *sell-off* antisipatif yang diikuti pembalikan harga akibat *flight to safety*. Temuan ini mendukung *Efficient Market Hypothesis* bentuk setengah kuat sekaligus menunjukkan bahwa reaksi pasar emas terhadap kejutan kebijakan moneter The Fed bersifat selektif, bergantung pada kategori keputusan FOMC yang diambil.

## ABSTRACT

Gold is a global safe-haven asset sensitive to Federal Reserve interest rate policy. This study analyzes XAUUSD price reactions to 45 Federal Open Market Committee (FOMC) rate announcements from June 2020 to December 2025 (11 *Rate Hikes*, 28 *Holds*, 6 *Rate Cuts*) using an *event study* approach. *Abnormal returns* are calculated with the *Mean-Adjusted Return Model* over a  $t-3$  to  $t+3$  *event window* and tested using the *Wilcoxon Signed-Rank Test*. Overall, no significant *abnormal returns*, *cumulative abnormal returns*, or *pre-post return differences* are found ( $p > 0.05$ ). However, the *Rate Hike* category shows significant *abnormal returns* two days before the announcement ( $p = 0.004$ ) and on the announcement day ( $p = 0.016$ ), indicating an anticipatory *sell-off* followed by a price reversal driven by *flight-to-safety*. These findings support the semi-strong *Efficient Market Hypothesis* and show that gold market reactions to Fed policy shocks are selective, depending on the FOMC decision category.

## Pendahuluan

Emas merupakan komoditas keuangan global yang berperan penting sebagai instrumen investasi sekaligus lindung nilai (*hedging*) terhadap inflasi dan ketidakpastian ekonomi, karena kemampuannya mempertahankan nilai di tengah volatilitas pasar keuangan (World Gold Council, 2006). Sepanjang 2020–2025, minat investor terhadap emas meningkat signifikan: pandemi COVID-19 mendorong harga emas naik hingga rekor USD 1.957 per *troy ounce* pada Juli 2020, dan pada 2025 total permintaan investasi emas global melampaui 5.000 ton untuk pertama kalinya sepanjang sejarah, dengan nilai investasi tahunan lebih dari USD 240 miliar (World Gold Council, 2026).

Pergerakan harga emas erat kaitannya dengan dinamika suku bunga, yang secara teoretis dijelaskan melalui konsep *real interest rate* selisih antara suku bunga nominal dan inflasi (Fisher, 1930). Kenaikan suku bunga riil cenderung menekan harga emas karena meningkatnya *opportunity cost* memegang aset non-yielding (Mishkin, 2019). Dalam konteks ini, pengumuman kebijakan suku bunga oleh *Federal Open Market Committee* (FOMC) kerap menjadi *event* penting yang direspon cepat oleh pasar emas (XAUUSD), dan reaksi pasar tidak hanya ditentukan oleh arah perubahan suku bunga, tetapi

\* Penulis Korespondensi: Bayu Satria Perdana / [bsperdana44@gmail.com](mailto:bsperdana44@gmail.com)

juga oleh *monetary policy surprise* sejauh mana keputusan menyimpang dari ekspektasi pasar (Kuttner, 2001).

Secara empiris, hubungan tersebut tidak selalu konsisten. Pemangkasan suku bunga agresif pada 2020 diikuti kenaikan harga emas yang tajam, namun pada periode pengetatan moneter 2022-2023, kenaikan suku bunga tidak selalu diikuti penurunan harga emas bahkan pada beberapa periode harga emas tetap naik. Pola ini mengindikasikan hubungan suku bunga harga emas bersifat non-linier dan dipengaruhi faktor lain seperti ekspektasi pasar, kondisi geopolitik, serta dinamika nilai tukar USD.

Studi terdahulu mengenai hubungan suku bunga dan harga emas menunjukkan tiga keterbatasan utama sebagai dasar *research gap* penelitian ini. Pertama, secara metodologis, sebagian besar penelitian menggunakan data bulanan atau tahunan, seperti Yaqub (2022) dengan data tahunan 1971–2021 dan Zhong (2024) dengan data bulanan 2008–2023, sehingga belum secara spesifik menangkap respons harga emas dalam jangka pendek di sekitar pengumuman kebijakan, sebagaimana relevan dalam pengujian *semi-strong form Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970). Kedua, penelitian *event study* yang secara khusus menguji respons harian XAUUSD terhadap pengumuman FOMC masih terbatas. Emilda (2020) menemukan pengaruh signifikan *Federal Funds Rate* terhadap XAU/USD, tetapi belum membedakan respon berdasarkan *Rate Hike*, *Hold*, dan *Rate Cut*, meskipun O'Connor et al. (2015) menunjukkan bahwa respon harga emas bersifat *regime-dependent*. Ketiga, Lai (2025) telah menunjukkan adanya pengaruh signifikan pengumuman suku bunga Federal Reserve terhadap harga emas dalam jangka pendek, tetapi belum melakukan pemisahan statistik berdasarkan kategori keputusan FOMC maupun mencakup satu siklus kebijakan moneter secara utuh. Dengan demikian, masih terdapat kesenjangan empiris terkait apakah respons harga emas terhadap pengumuman FOMC bersifat homogen atau berbeda secara signifikan antara *Rate Hike*, *Hold*, dan *Rate Cut*.

Periode 2020-2025 dipilih sebagai unit waktu penelitian karena mencakup satu siklus kebijakan moneter penuh yang relatif jarang tersedia dalam satu jendela observasi tunggal, yaitu pelonggaran ekstrem pascapandemi COVID-19 (2020-2021), pengetatan agresif untuk meredam laju inflasi tertinggi dalam empat dekade (2022-2023), dan pivot pelonggaran (2024-2025). Cakupan tersebut memungkinkan perbandingan langsung reaksi pasar emas terhadap ketiga arah keputusan FOMC dalam kondisi makroekonomi dan rezim kebijakan yang berbeda-beda, namun tetap berada dalam satu desain metodologis yang konsisten suatu hal yang tidak dapat dilakukan baik oleh Yaqub (2022), yang periode observasinya (1971-2021) berbasis data tahunan agregat, maupun oleh Lai (2025), yang periode observasinya (2015-2025) tidak diisolasi sebagai satu siklus kebijakan tertentu maupun melaporkan proporsi kategori keputusan secara eksplisit.

Secara teoretis, penelitian ini diharapkan berkontribusi pada pengembangan literatur efisiensi pasar komoditas dengan menunjukkan bahwa pengujian *Efficient Market Hypothesis* bentuk setengah kuat pada pasar emas perlu memperhitungkan heterogenitas arah kebijakan moneter; reaksi pasar yang tampak tidak signifikan secara agregat berpotensi menyembunyikan reaksi signifikan pada kategori keputusan tertentu suatu temuan yang selaras dengan argumen Roache dan Rossi (2010) bahwa dampak berita ekonomi terhadap harga komoditas bersifat asimetris dan hanya dapat terungkap melalui desain penelitian yang memisahkan kategori peristiwa secara eksplisit.

Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini menggunakan metode *event study* untuk menganalisis reaksi pasar XAUUSD terhadap 45 pengumuman FOMC periode 2020-2025 (kategori *Rate Hike*, *Hold*, dan *Rate Cut*), dengan tujuan: (1) menganalisis *abnormal return* XAUUSD di sekitar tanggal pengumuman (*event window*  $t-3$  hingga  $t+3$ ); (2) menguji perbedaan *return* XAUUSD sebelum dan

sesudah pengumuman; dan (3) mengidentifikasi kategori pengumuman yang menimbulkan reaksi pasar signifikan berdasarkan *cumulative abnormal return* (CAR).

## Telaah Literatur

### Suku Bunga dan Harga Emas

Hubungan suku bunga dan harga emas secara teoretis dijelaskan melalui konsep *real interest rate*, yaitu suku bunga nominal dikurangi ekspektasi inflasi (Fisher, 1930). Mishkin (2019) menjelaskan bahwa kenaikan suku bunga acuan (*policy rate*) merambat ke seluruh perekonomian melalui berbagai saluran transmisi moneter suku bunga, kredit, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi (Bernanke & Gertler, 1995; Bernanke & Kuttner, 2005) yang pada akhirnya memengaruhi biaya peluang memegang aset non-*yielding* seperti emas. Sebagai aset *safe haven*, emas cenderung diminati saat ketidakpastian ekonomi meningkat, sebagaimana ditunjukkan oleh Baur dan Lucey (2010) serta Erb dan Harvey (2013), yang menemukan bahwa suku bunga riil AS merupakan determinan penting harga emas dalam jangka menengah-panjang.

### Efficient Market Hypothesis dan Metode Event Study

*Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk setengah kuat (*semi-strong form*) yang dikemukakan Fama (1970) menyatakan bahwa harga aset segera mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia, termasuk pengumuman kebijakan bank sentral. *Event study* merupakan metode yang dirancang untuk menguji EMH dengan mengukur *abnormal return* di sekitar tanggal suatu peristiwa (MacKinlay, 1997; Campbell et al., 1997). Jika pasar efisien, *abnormal return* seharusnya tidak signifikan berbeda dari nol setelah informasi terserap penuh; sebaliknya, jika peristiwa mengandung kejutan (*surprise content*), *abnormal return* yang signifikan akan muncul di sekitar tanggal peristiwa (Kuttner, 2001; Bernanke & Kuttner, 2005). Brown dan Warner (1985) merekomendasikan penggunaan *Mean-Adjusted Return Model* sebagai model estimasi *expected return* yang sederhana namun *robust*, khususnya untuk instrumen yang tidak memiliki padanan indeks pasar langsung seperti komoditas.

### Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan kajian teoretis pada bagian 2.1 dan 2.2, penelitian ini merumuskan tiga pasang hipotesis yang menguji implikasi empiris *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk setengah kuat (Fama, 1970) dalam konteks pengumuman suku bunga FOMC. Setiap hipotesis diturunkan dari argumentasi teoretis yang berbeda mengenai mekanisme penyerapan informasi oleh pasar, sebagaimana diuraikan berikut.

Hipotesis pertama menguji keberadaan *abnormal return* pada saat pengumuman. Hipotesis nol ( $H_0$ 1) didasarkan pada bentuk EMH yang ketat: apabila keputusan FOMC sejalan dengan ekspektasi pasar yang telah terbentuk sebelumnya melalui mekanisme *forward guidance* bank sentral dan pergerakan harga *futures* suku bunga, maka informasi tersebut secara teoretis telah terserap ke dalam harga sebelum tanggal pengumuman resmi (Kuttner, 2001). Dalam kondisi tersebut, tidak ada informasi baru yang perlu direspon pasar pada saat pengumuman itu sendiri, sehingga *abnormal return* diperkirakan tidak berbeda signifikan dari nol.

**H<sub>0</sub>1:** Tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan pada XAUUSD saat pengumuman kebijakan suku bunga FOMC.

**H<sub>1</sub>:** Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada XAUUSD saat pengumuman kebijakan suku bunga FOMC.

**H<sub>0</sub>2:** Tidak terdapat perbedaan *return* XAUUSD yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan suku bunga FOMC.

**H2:** Terdapat perbedaan *return* XAUUSD yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman FOMC.

**H<sub>0</sub>3:** Pengumuman suku bunga FOMC tidak menimbulkan reaksi pasar yang signifikan pada XAUUSD berdasarkan CAR selama *event window* (-3, +3)

**H3:** Pengumuman suku bunga FOMC menimbulkan reaksi pasar yang signifikan pada XAUUSD berdasarkan *cumulative abnormal return* (CAR) selama *event window* (-3, +3).

## Metode

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *event study* untuk menganalisis reaksi harga XAUUSD terhadap pengumuman suku bunga FOMC selama periode 2020–2025 (Mackinlay, 1997). Populasi penelitian adalah 50 pengumuman resmi FOMC (48 pertemuan terjadwal ditambah 2 pertemuan darurat pada 2020). Melalui teknik *purposive sampling* dengan kriteria inklusi-eksklusi (ketersediaan data *estimation window*, ketersediaan data ekspektasi pasar sebagai informasi pendukung, dan tidak adanya *confounding event* ekstrem serta pengecualian pertemuan darurat), diperoleh sampel akhir sebanyak 45 peristiwa pengumuman FOMC selama Juni 2020–Desember 2025, terdiri atas 11 peristiwa *Rate Hike*, 28 peristiwa *Hold*, dan 6 peristiwa *Rate Cut*.

Tabel berikut disusun sebagai kerangka data (*event window*) dalam rancangan penelitian *event study* yang mengkaji reaksi harga emas dunia (XAU/USD) terhadap pengumuman kebijakan suku bunga oleh Federal Open Market Committee (FOMC) periode Juni 2020 hingga Desember 2025. Setiap baris merepresentasikan satu peristiwa (*event date*) yang diklasifikasikan berdasarkan arah kebijakan moneter (*Hold*, *Rate Hike*, atau *Rate Cut*) beserta target range Fed Funds Rate sebelum dan sesudah pengumuman, sehingga memudahkan analisis *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* (AR/CAR) pada periode di sekitar tanggal peristiwa. Data suku bunga acuan (*Rate Sebelum*, *Rate Sesudah*) disusun berdasarkan rilis resmi Federal Reserve, sedangkan kolom Kategori mencerminkan sifat kebijakan (kontraktif/*hawkish*, ekspansif/*dovish*, atau netral) dan kolom Keterangan memuat besaran perubahan dalam basis poin (bps) sebagai konteks tambahan bagi interpretasi hasil.

**Tabel 1. Kebijakan FOMC setiap bulan**

| No | Tanggal FOMC | Keputusan   | Rate Sebelum | Rate Sesudah | Kategori | Keterangan                                                   |
|----|--------------|-------------|--------------|--------------|----------|--------------------------------------------------------------|
| 1. | 10-06-2020   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Suku bunga dipertahankan pada level darurat pandemi COVID-19 |
| 2. | 29-07-2020   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Tidak ada perubahan kebijakan                                |
| 3. | 16-09-2020   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Tidak ada perubahan kebijakan                                |
| 4. | 05-11-2020   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Tidak ada perubahan kebijakan                                |
| 5. | 16-12-2020   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Tidak ada perubahan kebijakan                                |
| 6. | 27-01-2021   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Tidak ada perubahan kebijakan                                |
| 7. | 17-03-2021   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Tidak ada perubahan kebijakan                                |
| 8. | 28-04-2021   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Tidak ada perubahan kebijakan                                |
| 9. | 16-06-2021   | <i>Hold</i> | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral   | Tidak ada perubahan kebijakan                                |

| No  | Tanggal FOMC | Keputusan        | Rate Sebelum | Rate Sesudah | Kategori                      | Keterangan                                               |
|-----|--------------|------------------|--------------|--------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 10. | 28-07-2021   | <i>Hold</i>      | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral                        | Tidak ada perubahan kebijakan                            |
| 11. | 22-09-2021   | <i>Hold</i>      | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral                        | Tidak ada perubahan kebijakan                            |
| 12. | 03-11-2021   | <i>Hold</i>      | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral                        | Mulai isyarat tapering pembelian aset                    |
| 13. | 15-12-2021   | <i>Hold</i>      | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral                        | Mempercepat tapering, sinyal kenaikan suku bunga 2022    |
| 14. | 26-01-2022   | <i>Hold</i>      | 0.00%–0.25%  | 0.00%–0.25%  | Netral                        | Konfirmasi rencana kenaikan suku bunga Maret 2022        |
| 15. | 16-03-2022   | <i>Rate Hike</i> | 0.00%–0.25%  | 0.25%–0.50%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 25 bps, awal siklus pengetatan moneter          |
| 16. | 04-05-2022   | <i>Rate Hike</i> | 0.25%–0.50%  | 0.75%–1.00%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 50 bps                                          |
| 17. | 15-06-2022   | <i>Rate Hike</i> | 0.75%–1.00%  | 1.50%–1.75%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 75 bps, terbesar sejak 1994                     |
| 18. | 27-07-2022   | <i>Rate Hike</i> | 1.50%–1.75%  | 2.25%–2.50%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 75 bps                                          |
| 19. | 21-09-2022   | <i>Rate Hike</i> | 2.25%–2.50%  | 3.00%–3.25%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 75 bps                                          |
| 20. | 02-11-2022   | <i>Rate Hike</i> | 3.00%–3.25%  | 3.75%–4.00%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 75 bps keempat berturut-turut                   |
| 21. | 14-12-2022   | <i>Rate Hike</i> | 3.75%–4.00%  | 4.25%–4.50%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 50 bps, laju pengetatan mulai melambat          |
| 22. | 01-02-2023   | <i>Rate Hike</i> | 4.25%–4.50%  | 4.50%–4.75%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 25 bps                                          |
| 23. | 22-03-2023   | <i>Rate Hike</i> | 4.50%–4.75%  | 4.75%–5.00%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 25 bps di tengah gejolak sektor perbankan (SVB) |
| 24. | 03-05-2023   | <i>Rate Hike</i> | 4.75%–5.00%  | 5.00%–5.25%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 25 bps                                          |
| 25. | 14-06-2023   | <i>Hold</i>      | 5.00%–5.25%  | 5.00%–5.25%  | Netral                        | Jeda kenaikan pertama sejak Maret 2022                   |
| 26. | 26-07-2023   | <i>Rate Hike</i> | 5.00%–5.25%  | 5.25%–5.50%  | Kontraktif ( <i>Hawkish</i> ) | Kenaikan 25 bps, level tertinggi dalam 22 tahun          |
| 27. | 20-09-2023   | <i>Hold</i>      | 5.25%–5.50%  | 5.25%–5.50%  | Netral                        | Suku bunga dipertahankan                                 |
| 28. | 01-11-2023   | <i>Hold</i>      | 5.25%–5.50%  | 5.25%–5.50%  | Netral                        | Suku bunga dipertahankan                                 |
| 29. | 13-12-2023   | <i>Hold</i>      | 5.25%–5.50%  | 5.25%–5.50%  | Netral                        | Sinyal pivot ke arah pemangkasan 2024                    |
| 30. | 31-01-2024   | <i>Hold</i>      | 5.25%–5.50%  | 5.25%–5.50%  | Netral                        | Suku bunga dipertahankan                                 |
| 31. | 20-03-2024   | <i>Hold</i>      | 5.25%–5.50%  | 5.25%–5.50%  | Netral                        | Suku bunga dipertahankan                                 |
| 32. | 01-05-2024   | <i>Hold</i>      | 5.25%–5.50%  | 5.25%–5.50%  | Netral                        | Suku bunga dipertahankan                                 |
| 33. | 12-06-2024   | <i>Hold</i>      | 5.25%–5.50%  | 5.25%–5.50%  | Netral                        | Suku bunga dipertahankan                                 |

| No  | Tanggal FOMC | Keputusan       | Rate Sebelum | Rate Sesudah | Kategori                    | Keterangan                                             |
|-----|--------------|-----------------|--------------|--------------|-----------------------------|--------------------------------------------------------|
| 34. | 31-07-2024   | <i>Hold</i>     | 5.25%–5.50%  | 5.25%–5.50%  | Netral                      | Suku bunga dipertahankan, sinyal pemangkasan September |
| 35. | 18-09-2024   | <i>Rate Cut</i> | 5.25%–5.50%  | 4.75%–5.00%  | Ekspansif ( <i>Dovish</i> ) | Pemangkasan 50 bps, awal siklus pelonggaran moneter    |
| 36. | 07-11-2024   | <i>Rate Cut</i> | 4.75%–5.00%  | 4.50%–4.75%  | Ekspansif ( <i>Dovish</i> ) | Pemangkasan 25 bps                                     |
| 37. | 18-12-2024   | <i>Rate Cut</i> | 4.50%–4.75%  | 4.25%–4.50%  | Ekspansif ( <i>Dovish</i> ) | Pemangkasan 25 bps, penutup siklus pemangkasan 2024    |
| 38. | 29-01-2025   | <i>Hold</i>     | 4.25%–4.50%  | 4.25%–4.50%  | Netral                      | Jeda menunggu dampak kebijakan tarif dagang            |
| 39. | 19-03-2025   | <i>Hold</i>     | 4.25%–4.50%  | 4.25%–4.50%  | Netral                      | Suku bunga dipertahankan                               |
| 40. | 07-05-2025   | <i>Hold</i>     | 4.25%–4.50%  | 4.25%–4.50%  | Netral                      | Suku bunga dipertahankan                               |
| 41. | 18-06-2025   | <i>Hold</i>     | 4.25%–4.50%  | 4.25%–4.50%  | Netral                      | Suku bunga dipertahankan                               |
| 42. | 30-07-2025   | <i>Hold</i>     | 4.25%–4.50%  | 4.25%–4.50%  | Netral                      | Suku bunga dipertahankan                               |
| 43. | 17-09-2025   | <i>Rate Cut</i> | 4.25%–4.50%  | 4.00%–4.25%  | Ekspansif ( <i>Dovish</i> ) | Pemangkasan 25 bps, awal siklus pelonggaran 2025       |
| 44. | 29-10-2025   | <i>Rate Cut</i> | 4.00%–4.25%  | 3.75%–4.00%  | Ekspansif ( <i>Dovish</i> ) | Pemangkasan 25 bps                                     |
| 45. | 10-12-2025   | <i>Rate Cut</i> | 3.75%–4.00%  | 3.50%–3.75%  | Ekspansif ( <i>Dovish</i> ) | Pemangkasan 25 bps, target range menjadi 3,50%–3,75%   |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Proses seleksi sampel sebagaimana dianjurkan dalam praktik penelitian *event study* (MacKinlay, 1997; Campbell *et al.*, 1997), tahapan pengurangan populasi 50 pengumuman FOMC menjadi 45 peristiwa sampel disajikan pada Tabel 1, diikuti rincian identitas dan alasan eksklusi masing-masing dari 5 peristiwa yang dikeluarkan pada Tabel 2.

**Tabel 2. Proses Seleksi Sampel *Event* FOMC**

| Tahap                                                                                             | Jumlah    | Keterangan                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|------------------------------------------|
| Populasi awal: pertemuan FOMC terjadwal, Januari 2020-Desember 2025 (8 pertemuan/tahun × 6 tahun) | 48        | Kalender resmi <i>federalreserve.gov</i> |
| Ditambah: pertemuan darurat ( <i>emergency meeting</i> ) Maret 2020                               | 2         | 3 Maret 2020 dan 15 Maret 2020           |
| <b>Total populasi</b>                                                                             | <b>50</b> |                                          |
| Dikurangi: peristiwa yang tidak memenuhi kriteria <i>inklusi-eksklusi</i> (Januari-April 2020)    | –5        | Lihat rincian dan alasan pada Tabel 2    |
| <b>Sampel akhir (Juni 2020-Desember 2025)</b>                                                     | <b>45</b> | <b>11 Rate Hike, 28 Hold, 6 Rate Cut</b> |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Kelima peristiwa yang dikeluarkan seluruhnya berasal dari rentang Januari-April 2020, yaitu periode awal gejala pasar akibat pandemi COVID-19. Pengeluaran peristiwa-peristiwa ini konsisten dengan dua kriteria eksklusi yang telah ditetapkan pada tahap desain penelitian: (1) tidak terdapat peristiwa geopolitik atau keuangan global ekstrem pada *event window*, dan (2) pertemuan darurat FOMC dikecualikan karena karakteristik kondisi pasar yang berbeda dari pertemuan terjadwal. Rincian identitas dan alasan eksklusi setiap peristiwa disajikan pada Tabel 3.

**Tabel 3. Daftar Peristiwa yang Dikeluarkan dari Sampel dan Alasan Eksklusi**

| No | Tanggal Pertemuan  | Jenis Pertemuan                                                                                      | Alasan Eksklusi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 28-29 Januari 2020 | Terjadwal (rutin)                                                                                    | Berada di luar periode observasi utama (Juni 2020-Desember 2025) yang ditetapkan untuk mengisolasi tiga siklus kebijakan penuh (pelonggaran pasca-pandemi, pengetatan agresif, dan pivot pelonggaran); ditetapkan sebagai batas awal populasi sebelum gejala COVID-19 dimulai.                                                                                                      |
| 2  | 3 Maret 2020       | Darurat ( <i>emergency, intermeeting</i> )                                                           | Pertemuan darurat pertama (penurunan FFR 50 bps ke 1,00-1,25%) yang diambil di luar jadwal reguler sebagai respon darurat awal pandemi COVID-19; dikecualikan sesuai kriteria eksklusi pertemuan darurat karena kondisi pasar ( <i>panic selling</i> , lonjakan volatilitas) tidak dapat diperbandingkan dengan pertemuan terjadwal.                                                |
| 3  | 15 Maret 2020      | Darurat ( <i>emergency, intermeeting</i> )                                                           | Pertemuan darurat kedua (penurunan FFR ke 0-0,25% dan peluncuran kembali program QE) yang diambil pada masa puncak crash pasar global Maret 2020; termasuk <i>confounding event</i> ekstrem ( <i>circuit breaker</i> bursa AS beberapa kali dalam sebulan) sehingga tidak dapat diisolasi dari efek pandemi.                                                                        |
| 4  | 17-18 Maret 2020   | Terjadwal, namun dibatalkan ( <i>cancelled</i> ) dan digantikan oleh pertemuan darurat 15 Maret 2020 | Pertemuan terjadwal reguler untuk slot ini ditiadakan oleh Federal Reserve karena keputusan kebijakan telah diambil lebih dahulu melalui pertemuan darurat 15 Maret 2020; <i>event window</i> periode ini beririsan langsung dengan <i>crash</i> pasar global sehingga tetap tidak memenuhi kriteria eksklusi peristiwa ekstrem sekalipun dihitung sebagai slot populasi terjadwal. |
| 5  | 28-29 April 2020   | Terjadwal (rutin)                                                                                    | Termasuk periode transisi awal pandemi dengan volatilitas pasar masih sangat tinggi dan pola likuiditas belum stabil; <i>estimation window</i> (20–40 hari perdagangan sebelum <i>event window</i> ) sebagian besar tumpang tindih dengan periode <i>crash</i> Maret 2020 sehingga yang diestimasi tidak representatif terhadap kondisi pasar normal.                               |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Dengan demikian, seluruh proses reduksi populasi menjadi sampel bersifat terdokumentasi dan dapat direplikasi: tidak terdapat eksklusi yang bersifat ad hoc atau tidak berdasar, sebagaimana disyaratkan dalam praktik metodologis event study yang baik (Brown & Warner, 1985; MacKinlay, 1997).

Data harga penutupan harian (*daily closing price*) XAUUSD bersumber dari Investing.com. Data tanggal dan keputusan FOMC bersumber dari situs resmi Federal Reserve (*federalreserve.gov*). Sebagai pelengkap interpretasi hasil, penelitian ini juga merujuk pada data probabilitas ekspektasi pasar terhadap keputusan FOMC yang dipublikasikan melalui *CME FedWatch Tool*. Data tersebut digunakan secara deskriptif untuk memaknai pola reaksi harga yang teramati misalnya, mengaitkan tidak signifikannya *abnormal return* pada kategori *Hold* dengan tingginya probabilitas antisipasi pasar sebelum pengumuman dan bukan diolah menjadi variabel *monetary policy surprise* yang dikuantifikasi serta diuji signifikansinya secara statistik. Kuantifikasi *surprise* secara eksplisit, misalnya melalui selisih antara probabilitas implisit *Fed Funds Futures* dan keputusan aktual sebagaimana pendekatan Kuttner (2001). Variabel independen dalam penelitian ini adalah kategori keputusan FOMC (*Rate Hike*, *Hold*, *Rate Cut*); variabel dependen adalah reaksi harga XAUUSD yang diukur melalui *abnormal return* (AR), *average abnormal return* (AAR), dan *cumulative abnormal return* (CAR).

*Event window* ditetapkan pada  $t-3$  hingga  $t+3$  di sekitar tanggal pengumuman ( $t=0$ ), sedangkan *estimation window* menggunakan rentang dinamis 20–40 hari perdagangan sebelum *event window*

untuk menghindari *overlap* antar-peristiwa (MacKinlay, 1997). Panjang *event window* tujuh hari ( $t-3$  hingga  $t+3$ ) dipilih atas dasar beberapa pertimbangan metodologis, bukan semata mengikuti konvensi. Rentang yang lebih sempit seperti  $(-1,+1)$  berisiko mengabaikan fenomena *pre-FOMC announcement drift* yang didokumentasikan oleh Lucca dan Moench (2015), yaitu pergerakan harga aset yang telah mulai terjadi beberapa hari sebelum pengumuman akibat antisipasi pasar terhadap arah kebijakan moneter; rentang  $t-3$  memberi ruang yang memadai untuk menangkap pola antisipasi tersebut tanpa memotong periode *pre-event* secara berlebihan. Pertimbangan serupa berlaku pada sisi pasca-pengumuman: penyerapan informasi oleh pasar tidak selalu selesai pada hari  $t=0$ , terutama untuk instrumen seperti XAUUSD yang diperdagangkan hampir 24 jam lintas zona waktu (Asia, Eropa, dan Amerika), sehingga window  $(-1,+1)$  berisiko memotong proses penyesuaian harga yang belum sepenuhnya selesai. Di sisi lain, *event window* yang lebih panjang dari tujuh hari juga tidak dipilih, mengingat keterkaitannya dengan panjang *estimation window*: memperlebar *event window* akan mempersempit periode bersih yang tersedia untuk *estimation window* pada peristiwa FOMC yang berjarak rapat, sehingga meningkatkan risiko tumpang tindih antarperiode (MacKinlay, 1997). Dengan demikian, pilihan  $(-3,+3)$  merepresentasikan titik keseimbangan antara kecukupan cakupan periode antisipasi dan penyesuaian pasar di satu sisi, dengan ketersediaan periode estimasi yang bersih di sisi lain.

Penggunaan data harian, bukan data *intraday* (per jam atau per 15 menit), didasarkan pada dua pertimbangan utama. Dari sisi ketersediaan data, cakupan historis *intraday* XAUUSD sepanjang 2020–2025 secara konsisten untuk seluruh 45 peristiwa sampel, sementara sumber data harian yang digunakan dalam penelitian ini (Investing.com) bersifat publik. Dari sisi kualitas data, data *intraday* pada instrumen yang diperdagangkan secara *over-the-counter* seperti XAUUSD juga lebih rentan terhadap *microstructure noise*, misalnya selisih kuotasi antarbroker, yang berpotensi mendistorsi estimasi *abnormal return* apabila tidak dikoreksi secara khusus (Kothari & Warner, 2007). Penggunaan frekuensi data harian dalam penelitian ini karena itu konsisten dengan praktik umum studi peristiwa pada instrumen komoditas dan valuta asing (Brown & Warner, 1985; MacKinlay, 1997).

Penentuan panjang *estimation window* mengikuti aturan yang konsisten untuk seluruh peristiwa sampel. Batas akhir *estimation window* ditetapkan pada  $t-4$ , yaitu satu hari sebelum *event window* dimulai ( $t-3$ ), untuk menghindari kontaminasi dari efek antisipasi pasar (*pre-event anticipation*) terhadap pengumuman FOMC yang bersangkutan. Batas awal *estimation window* kemudian ditentukan berdasarkan akhir *event window* peristiwa FOMC sebelumnya ( $t+3$  peristiwa sebelumnya), dengan panjang minimum 20 hari perdagangan dan maksimum 40 hari perdagangan. Dengan demikian, panjang *estimation window* bersifat dinamis dan spesifik untuk setiap peristiwa (*event-specific*): apabila jarak antar dua pengumuman FOMC berturut-turut cukup renggang ( $\geq 44$  hari perdagangan), digunakan *estimation window* maksimum sepanjang 40 hari, dengan rentang  $\tau \in [t-44, t-4]$ ; sebaliknya, apabila jarak antar-peristiwa relatif rapat, batas awal *window* ditentukan tepat pada titik pertemuan dengan ujung *event window* peristiwa sebelumnya ( $t+3$  peristiwa sebelumnya), dengan syarat panjang *window* yang dihasilkan tidak kurang dari 20 hari perdagangan. Batas minimum 20 hari ini mengacu pada Brown dan Warner (1985), yang mensyaratkan jumlah observasi minimum yang memadai agar estimasi *expected return* tetap reliabel secara statistik; apabila jarak antar-peristiwa tidak mampu memenuhi syarat minimum tersebut, peristiwa yang bersangkutan dikeluarkan dari sampel penelitian.

Ketersediaan data bersih (*clean period* antar-peristiwa) menjadi pertimbangan utama dalam menentukan panjang *estimation window* tersebut. Alasan metodologis penggunaan rentang dinamis ini alih-alih *estimation window* tetap dengan panjang seragam adalah karena jadwal pertemuan FOMC

dalam periode penelitian (2020-2025) tidak berjarak seragam, termasuk adanya pertemuan darurat (*emergency meeting*) pada masa awal pandemi COVID-19 tahun 2020. *Estimation window* dengan panjang tetap berisiko tumpang tindih dengan *event window* peristiwa FOMC lain di sekitarnya, sehingga periode yang seharusnya merepresentasikan kondisi pasar normal justru turut mengandung *abnormal return* dari peristiwa lain bertentangan dengan prinsip *non-overlapping period* dalam metodologi *event study* (MacKinlay, 1997).

Analisis dilakukan melalui tahapan berikut. *Actual return* dihitung dengan metode *log return*:  $R_{i,t} = \ln(P_{i,t} / P_{i,t-1})$ . *Expected return* diestimasi menggunakan *Mean-Adjusted Return Model* (Brown & Warner, 1985):  $E(R_{i,t}) = (1/T) \sum R_{i,\tau}$ . *Abnormal return* dihitung sebagai  $AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ , kemudian diagregasi menjadi *average abnormal return*  $AAR_t = (1/N) \sum AR_{i,t}$  dan *cumulative abnormal return*  $CAR_i(t_1, t_2) = \sum AR_{i,t}$  untuk sub-periode  $CAR(-3, -1)$ ,  $CAR(0, 0)$ ,  $CAR(+1, +3)$ , dan  $CAR(-3, +3)$ .

Sebelum pengujian hipotesis, dilakukan uji normalitas *Shapiro-Wilk* terhadap distribusi AR pada setiap hari *event window*. Apabila data berdistribusi normal ( $p > 0,05$ ) digunakan uji-t parametrik; jika tidak normal ( $p \leq 0,05$ ) digunakan *Wilcoxon Signed-Rank Test* sebagai alternatif nonparametrik (Brown & Warner, 1985), sesuai hasil uji normalitas pada bagian Hasil. Seluruh pengujian menggunakan taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$  dan dilakukan dengan bantuan perangkat lunak SPSS.

## Hasil Dan Pembahasan

### Hasil

#### Gambaran Umum Data

Data harga penutupan harian XAUUSD periode 18 Desember 2019–23 Januari 2026 (1.588 observasi) menunjukkan pergerakan harga yang signifikan, dari USD 1.471,00 hingga USD 4.982,91 per *troy ounce*, dengan rata-rata *log return* harian 0,000767 dan standar deviasi 0,010038. Dari 45 peristiwa sampel, keputusan *Hold* mendominasi (28 peristiwa, 62,2%), diikuti *Rate Hike* (11 peristiwa, 24,4%) dan *Rate Cut* (6 peristiwa, 13,3%), sebagaimana disajikan pada Tabel 4.

**Tabel 4. Distribusi Peristiwa FOMC Berdasarkan Tahun dan Kategori Keputusan (2020–2025)**

| Tahun | Rate Hike | Hold | Rate Cut | Total | Konteks Kebijakan                                       |
|-------|-----------|------|----------|-------|---------------------------------------------------------|
| 2020  | –         | 5    | –        | 5     | FFR dipertahankan 0–0,25%; stimulus pandemi             |
| 2021  | –         | 8    | –        | 8     | FFR dipertahankan 0–0,25%; <i>tapering</i> diumumkan Q4 |
| 2022  | 7         | 1    | –        | 8     | Pengetatan agresif: FFR naik 0,25%→4,50%                |
| 2023  | 4         | 4    | –        | 8     | Kenaikan hingga 5,25–5,50%, lalu dipertahankan          |
| 2024  | –         | 5    | 3        | 8     | Pivot kebijakan: 3x penurunan ke 4,25–4,50%             |
| 2025  | –         | 5    | 3        | 8     | Pelonggaran lanjutan ke 3,75–4,00%                      |
| Total | 11        | 28   | 6        | 45    |                                                         |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

#### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif disajikan dalam tiga bagian untuk memberikan gambaran menyeluruh mengenai reaksi pasar XAUUSD terhadap pengumuman FOMC: (1) AAR per kategori keputusan FOMC, (2) statistik deskriptif *abnormal return* (AR) per hari *event window*, dan (3) statistik deskriptif *average abnormal return* (AAR) per hari *event window*.

Untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai reaksi pasar emas terhadap pengumuman FOMC, analisis dilakukan secara terpisah berdasarkan tiga kategori keputusan FOMC. Tabel 5 menyajikan rata-rata dan standar deviasi AAR per hari *event window* untuk masing-masing kategori. Pada kategori *Hold* ( $n=28$ ), AAR bergerak di sekitar nol tanpa pola yang jelas, mencerminkan

tidak adanya reaksi pasar yang berarti terhadap keputusan *status quo*. Pada kategori *Rate Cut* ( $n=6$ ), AAR menunjukkan nilai negatif relatif lebih besar pada  $t-1$  (-0,0079) dan  $t_0$  (-0,0044), namun tidak signifikan secara statistik, kemungkinan karena jumlah sampel yang kecil. Pada kategori *Rate Hike* ( $n=11$ ), AAR pada  $t-2$  (-0,0089) dan  $t_0$  (0,0066) terbukti signifikan secara statistik (dibahas lebih lanjut pada Subbab 4.1.4 dan 4.2).

**Tabel 5. Statistik Deskriptif AAR XAUUSD per Kategori Keputusan FOMC**

| Hari  | Hold Mean<br>( $n=28$ ) | Hold SD | Rate Cut Mean<br>( $n=6$ ) | Rate Cut<br>SD | Rate Hike Mean<br>( $n=11$ ) | Rate Hike<br>SD |
|-------|-------------------------|---------|----------------------------|----------------|------------------------------|-----------------|
| t-3   | -0,0024                 | 0,00997 | -0,0029                    | 0,00655        | 0,0036                       | 0,01221         |
| t-2   | 0,0014                  | 0,00893 | -0,0044                    | 0,01505        | -0,0089                      | 0,00898         |
| t-1   | 0,0011                  | 0,00871 | -0,0079                    | 0,01280        | -0,0001                      | 0,01223         |
| $t_0$ | 0,0009                  | 0,01173 | -0,0044                    | 0,01337        | 0,0066                       | 0,00641         |
| t+1   | -0,0018                 | 0,00947 | 0,0047                     | 0,01170        | -0,0009                      | 0,01180         |
| t+2   | -0,0011                 | 0,01147 | 0,0002                     | 0,01424        | -0,0030                      | 0,01621         |
| t+3   | -0,0019                 | 0,00920 | -0,0003                    | 0,00833        | -0,0028                      | 0,00722         |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Tabel 6 menyajikan statistik deskriptif *abnormal return* (AR) XAUUSD pada setiap hari dalam *event window* dari 45 peristiwa, meliputi N, nilai minimum, maksimum, rata-rata, standar deviasi, *skewness*, dan *kurtosis*. Nilai *mean* seluruh variabel AR mendekati nol di sepanjang *event window*, dengan standar deviasi tertinggi pada AR  $t+2$  (0,01283) dan terendah pada AR  $t+3$  (0,00850). Seluruh variabel AR menunjukkan *skewness* negatif (-0,106 hingga -0,863), mengindikasikan distribusi yang menceng ke kiri akibat adanya nilai *abnormal return* yang sangat negatif. Nilai *kurtosis* tertinggi terdapat pada AR  $t-3$  (4,573), bersifat *leptokurtik* dengan ekor distribusi yang lebih tebal. Kombinasi *skewness* negatif dan *kurtosis* tinggi ini konsisten dengan hasil uji normalitas pada Subbab 4.1.3 yang menunjukkan sebagian AR tidak berdistribusi normal.

**Tabel 6. Statistik Deskriptif Abnormal Return (AR) XAUUSD per Hari Event Window**

| Hari     | N  | Min   | Maks | Mean    | Std. Dev | Skewness | Kurtosis |
|----------|----|-------|------|---------|----------|----------|----------|
| AR t-3   | 45 | -0,04 | 0,03 | -0,0010 | 0,01034  | -0,106   | 4,573    |
| AR t-2   | 45 | -0,03 | 0,03 | -0,0019 | 0,01062  | -0,545   | 2,365    |
| AR t-1   | 45 | -0,03 | 0,03 | -0,0004 | 0,01040  | -0,504   | 1,999    |
| AR $t_0$ | 45 | -0,03 | 0,02 | 0,0016  | 0,01120  | -0,487   | 0,195    |
| AR t+1   | 45 | -0,02 | 0,02 | -0,0007 | 0,01034  | -0,125   | -0,575   |
| AR t+2   | 45 | -0,05 | 0,03 | -0,0014 | 0,01283  | -0,863   | 3,490    |
| AR t+3   | 45 | -0,03 | 0,02 | -0,0019 | 0,00850  | -0,776   | 1,763    |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Tabel 7 menyajikan statistik deskriptif *average abnormal return* (AAR) XAUUSD untuk setiap hari dalam *event window*, meliputi *mean*, standar deviasi, nilai minimum, dan maksimum lintas 45 peristiwa. Pada periode *pra-event* ( $t-3$  hingga  $t-1$ ), AAR cenderung bernilai negatif (-0,001019, -0,001903, dan -0,000385), mengindikasikan tekanan jual ringan menjelang pengumuman FOMC. Pada hari pengumuman ( $t_0$ ), AAR menunjukkan nilai positif tertinggi dalam *event window* (0,001558), mencerminkan adanya tekanan beli yang kemungkinan didorong oleh *flight to safety*. Pada periode *pasca-event* ( $t+1$  hingga  $t+3$ ), AAR kembali bernilai negatif, mengindikasikan penyesuaian harga setelah pengumuman.

**Tabel 7. Statistik Deskriptif Average Abnormal Return (AAR) XAUUSD per Hari Event Window**

| Hari               | Mean (AAR) | Std. Dev | Minimum   | Maksimum |
|--------------------|------------|----------|-----------|----------|
| t-3                | -0,001019  | 0,010335 | -0,036833 | 0,034020 |
| t-2                | -0,001903  | 0,010620 | -0,034101 | 0,026706 |
| t-1                | -0,000385  | 0,010402 | -0,032265 | 0,026527 |
| t0<br>(pengumuman) | 0,001558   | 0,011205 | -0,025564 | 0,022956 |
| t+1                | -0,000688  | 0,010338 | -0,021651 | 0,021809 |
| t+2                | -0,001402  | 0,012828 | -0,047649 | 0,031656 |
| t+3                | -0,001872  | 0,008499 | -0,029194 | 0,015004 |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

### Uji Normalitas

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas terhadap distribusi *abnormal return* (AR) pada setiap hari dalam *event window* menggunakan uji *Shapiro-Wilk*, yang dipilih karena memiliki kekuatan statistik lebih tinggi untuk ukuran sampel kecil-sedang ( $n < 50$ ) dibandingkan alternatif seperti *Kolmogorov-Smirnov* (Shapiro & Wilk, 1965). Uji *Shapiro-Wilk* menunjukkan empat dari tujuh variabel AR tidak berdistribusi normal (t-3, t-2, t-1, t+2;  $p < 0,05$ ), sedangkan tiga lainnya (t0, t+1, t+3) berdistribusi normal, sebagaimana dirangkum pada Tabel 8. Karena sebagian besar hari tidak memenuhi asumsi normalitas, pengujian hipotesis selanjutnya menggunakan *Wilcoxon Signed-Rank Test* secara konsisten di seluruh hari, sesuai rekomendasi Brown dan Warner (1985) untuk menjaga komparabilitas hasil antarahari.

**Tabel 8. Hasil Uji Normalitas Shapiro-Wilk terhadap Abnormal Return XAUUSD**

| Hari               | AAR (Mean) | Statistik S-W | Sig.  | Keterangan   |
|--------------------|------------|---------------|-------|--------------|
| t-3                | -0,0010    | 0,920         | 0,004 | Tidak normal |
| t-2                | -0,0019    | 0,927         | 0,008 | Tidak normal |
| t-1                | -0,0004    | 0,949         | 0,045 | Tidak normal |
| t0<br>(pengumuman) | 0,0016     | 0,972         | 0,330 | Normal       |
| t+1                | -0,0007    | 0,973         | 0,378 | Normal       |
| t+2                | -0,0014    | 0,933         | 0,012 | Tidak normal |
| t+3                | -0,0019    | 0,955         | 0,082 | Normal       |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

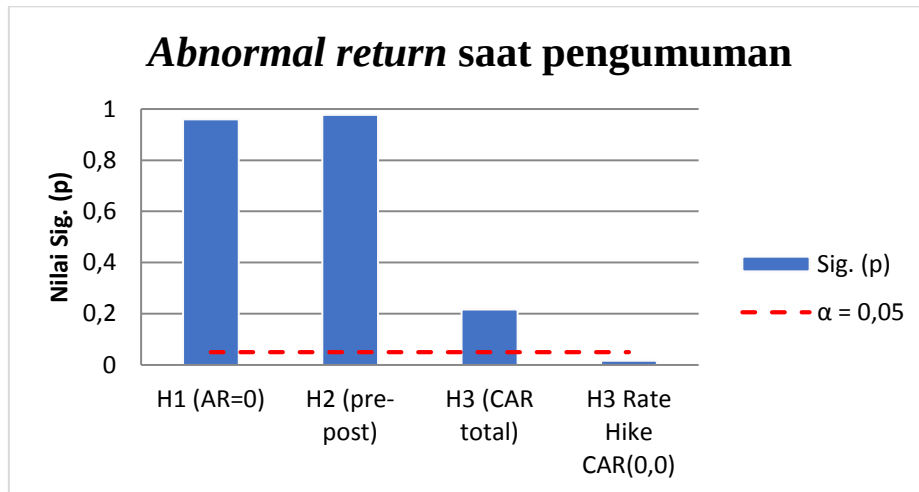
### Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis 1 (*abnormal return* saat pengumuman): Hasil *One-Sample Wilcoxon Signed-Rank Test* terhadap median AR = 0 pada seluruh 45 peristiwa menunjukkan nilai signifikansi di atas  $\alpha = 0,05$  pada seluruh hari dalam *event window* (kisaran  $p = 0,174-0,959$ ), sehingga H1 ditolak secara agregat tidak terdapat *abnormal return* signifikan pada XAUUSD di sekitar pengumuman FOMC. Hipotesis 2 (perbedaan *return* sebelum-sesudah): *Wilcoxon Signed-Rank Test* pada 45 pasangan *event* menghasilkan  $Z = -0,028$  dan Asymp. Sig. (2-tailed) = 0,977, jauh di atas 0,05, sehingga H2 juga ditolak tidak terdapat perbedaan *return* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Distribusi arah perubahan menunjukkan 24 peristiwa dengan *negative ranks* (*return* pasca-pengumuman lebih rendah) dan 21 peristiwa dengan *positive ranks* (*return* pasca-pengumuman lebih tinggi), suatu distribusi yang relatif seimbang. Hipotesis 3 (reaksi pasar berdasarkan CAR): CAR keseluruhan (t-3 s.d. t+3) menunjukkan Sig. = 0,216, sehingga H3 ditolak secara agregat.

**Tabel 9. Hasil Pengujian Hipotesis (*Abnormal return* saat pengumuman)**

| Hipotesis                                            | Statistik Uji                | Sig.        | Keputusan  |
|------------------------------------------------------|------------------------------|-------------|------------|
| H1 - AR = 0 pada t-3 s.d. t+3 (rentang seluruh hari) | <i>One-Sample Wilcoxon</i>   | 0,174–0,959 | H1 ditolak |
| H2 - <i>Return pre</i> vs <i>post-event</i>          | <i>Wilcoxon</i> (Z = -0,028) | 0,977       | H2 ditolak |
| H3 - CAR(-3,+3) = 0 (seluruh sampel)                 | <i>One-Sample Wilcoxon</i>   | 0,216       | H3 ditolak |
| H3 - CAR(0,0), kategori <i>Rate Hike</i> (n=11)      | <i>One-Sample Wilcoxon</i>   | 0,016       | Signifikan |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

**Gambar 1. Grafik Wilcoxon Signed-Rank Test H1**

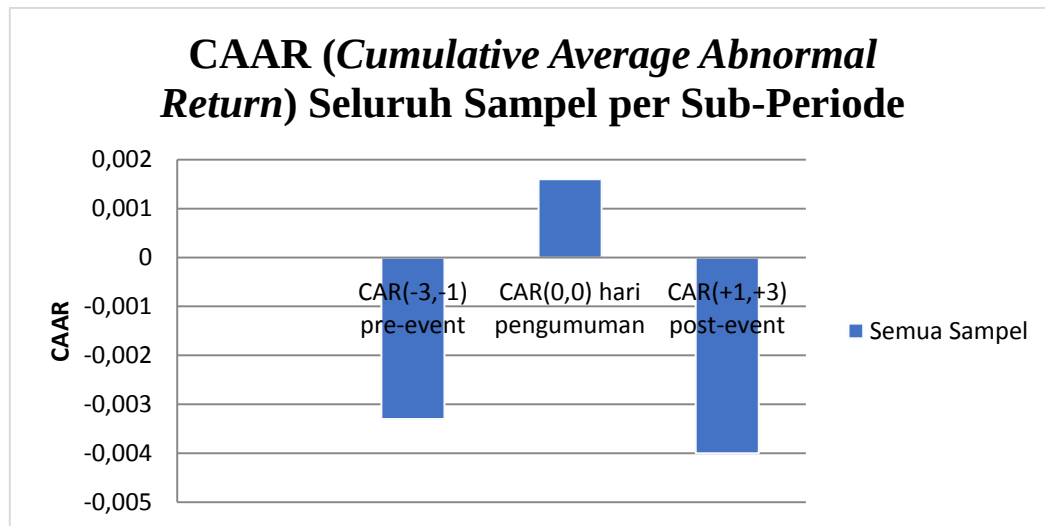
Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Meskipun ketiga hipotesis ditolak secara agregat, analisis per kategori keputusan FOMC (Tabel 10) mengungkap pengecualian penting: pada kategori *Rate Hike* (n=11), AR t-2 signifikan ( $p = 0,004$ ) dan CAR(0,0) pada hari pengumuman juga signifikan ( $p = 0,016$ ), sedangkan kategori *Hold* dan *Rate Cut* tidak menunjukkan signifikansi pada sub-periode manapun.

**Tabel 10. Hasil *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* per Sub-Periode dan Kategori Keputusan FOMC**

| Sub-Periode                  | CAAR Seluruh Sampel (Sig.) | Hold (Sig.) | Rate Cut (Sig.) | Rate Hike (Sig.) |
|------------------------------|----------------------------|-------------|-----------------|------------------|
| CAR(-3,-1) <i>pre-event</i>  | -0,0033 (0,261)            | 0,820       | 0,173           | 0,534            |
| CAR(0,0) hari pengumuman     | 0,0016 (0,189)             | 0,452       | 0,345           | 0,016*           |
| CAR(+1,+3) <i>post-event</i> | -0,0040 (0,216)            | 0,122       | 0,345           | 0,248            |
| CAR(-3,+3) keseluruhan       | -0,0057 (0,216)            | 0,452       | 0,345           | 0,477            |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)



**Gambar 2. Grafik CAAR (Cumulative Average Abnormal Return) Seluruh Sampel per Sub-Periode**

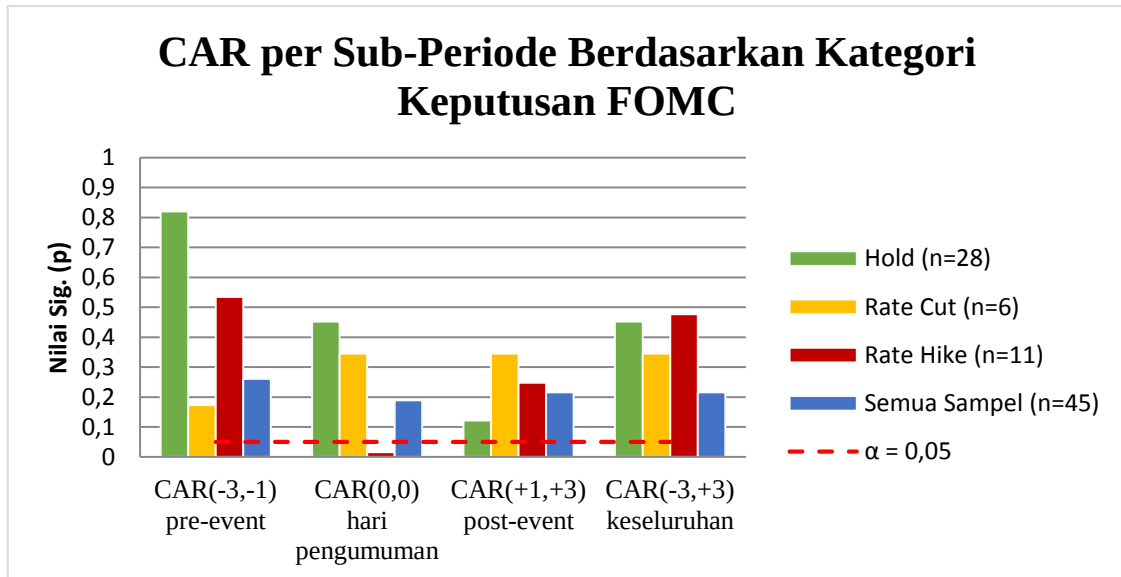
Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Tabel 10 di atas merangkum nilai CAAR beserta signifikansi agregatnya; untuk memperjelas derajat signifikansi statistik formal pada setiap sub-periode *event window* menurut masing-masing kategori keputusan FOMC, Tabel 11 menyajikan hasil lengkap *One-Sample Wilcoxon Signed-Rank Test* terhadap median CAR = 0, dilengkapi keterangan signifikan (SIG) atau tidak signifikan (TS) untuk setiap kombinasi sub-periode dan kategori. Pengujian ini penting karena agregasi seluruh sampel ( $n=45$ ) berpotensi menutupi variasi reaksi pasar yang sesungguhnya terjadi secara heterogen antarkategori keputusan, sebagaimana diargumentasikan oleh Roache dan Rossi (2010) bahwa dampak berita ekonomi terhadap harga komoditas bersifat asimetris dan hanya dapat terungkap melalui desain penelitian yang memisahkan kategori peristiwa secara eksplisit.

**Tabel 11. Hasil Uji Wilcoxon CAR per Sub-Periode Berdasarkan Kategori Keputusan FOMC**

| Sub-Periode | Hold<br>(n=28)<br>Sig. | Ket. | Rate Cut<br>(n=6)<br>Sig. | Ket. | Rate Hike<br>(n=11)<br>Sig. | Ket. | Semua Sub-Periode<br>(n=45)<br>Sig. | Ket. |
|-------------|------------------------|------|---------------------------|------|-----------------------------|------|-------------------------------------|------|
| CAR(-3,-1)  | 0,820                  | TS   | 0,173                     | TS   | 0,534                       | TS   | 0,261                               | TS   |
| CAR(0,0)    | 0,452                  | TS   | 0,345                     | TS   | 0,016                       | SIG* | 0,189                               | TS   |
| CAR(+1,+3)  | 0,122                  | TS   | 0,345                     | TS   | 0,248                       | TS   | 0,216                               | TS   |
| CAR(-3,+3)  | 0,452                  | TS   | 0,345                     | TS   | 0,477                       | TS   | 0,216                               | TS   |

Sumber: Diolah Peneliti (2026)



**Gambar 3. Grafik CAR per Sub-Periode Berdasarkan Kategori Keputusan FOMC**

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Tabel 11 memperlihatkan bahwa pada kategori *Hold* ( $n=28$ ), seluruh sub-periode CAR tidak menunjukkan signifikansi statistik, dengan nilai  $p$  berkisar antara 0,122 hingga 0,820, yang mengonfirmasi bahwa keputusan mempertahankan suku bunga tidak menghasilkan reaksi pasar emas yang bermakna, konsisten dengan ekspektasi pasar yang telah terbentuk sebelumnya melalui mekanisme *forward guidance* bank sentral. Pada kategori *Rate Cut* ( $n=6$ ), seluruh sub-periode juga tidak signifikan ( $p = 0,173-0,345$ ); namun demikian, ukuran sampel yang sangat kecil pada kategori ini membatasi kekuatan statistik uji dan hasil perlu diinterpretasikan secara hati-hati. Temuan paling substantif justru muncul pada kategori *Rate Hike* ( $n=11$ ): CAR(0,0) yaitu *abnormal return* kumulatif tepat pada hari pengumuman signifikan secara statistik ( $p = 0,016 < 0,05$ ), sementara ketiga sub-periode lainnya pada kategori yang sama tetap tidak signifikan. Signifikansi CAR(0,0) yang terisolasi hanya pada hari pengumuman itu sendiri, dan hanya pada kategori *Rate Hike*, mengindikasikan bahwa pasar emas bersifat selektif dalam merespon kejutan kebijakan moneter (Bernanke & Kuttner, 2005): reaksi harga signifikan hanya muncul pada keputusan yang mengandung *surprise content* relatif tinggi, sedangkan keputusan status quo (*Hold*) maupun pelanggaran (*Rate Cut*) tidak memicu penyesuaian harga yang signifikan secara statistik.

### Pembahasan

Temuan utama penelitian ini terletak pada kontras yang tegas antara hasil pengujian agregat dan hasil pengujian per kategori keputusan FOMC. Secara agregat, ketiga hipotesis ditolak tidak ditemukan *abnormal return*, *cumulative abnormal return*, maupun perbedaan *return pre-post* yang signifikan secara statistik. Namun demikian, ketika sampel didekomposisi berdasarkan kategori keputusan, pola yang sama sekali berbeda muncul: kategori *Rate Hike* menunjukkan *abnormal return* yang signifikan baik pada dua hari sebelum pengumuman ( $t-2$ ;  $p = 0,004$ ) maupun pada hari pengumuman itu sendiri ( $t_0$ ;  $p = 0,016$ ), sementara kategori *Hold* dan *Rate Cut* tetap tidak signifikan di seluruh sub-periode. Kontras ini mengindikasikan bahwa reaksi pasar emas terhadap kebijakan suku bunga The Fed tidak bersifat seragam sebagaimana diasumsikan pada pengujian agregat, melainkan selektif dan sangat bergantung pada kategori keputusan yang diambil. Dengan kata lain, ketiadaan signifikansi pada level agregat berpotensi menutupi (*mask*) sinyal pasar yang sesungguhnya kuat pada subkelompok tertentu suatu fenomena yang dalam literatur *event study* dikenal sebagai bias agregasi (*aggregation bias*) akibat

heterogenitas reaksi pasar terhadap peristiwa yang secara nominal serupa namun berbeda kandungan informasinya (Bernanke & Kuttner, 2005). Temuan ini menjadi kontribusi utama penelitian, karena menunjukkan bahwa kesimpulan mengenai efisiensi pasar emas terhadap kebijakan moneter The Fed sangat bergantung pada tingkat granularitas analisis yang digunakan.

Tidak signifikannya *abnormal return* dan CAR secara agregat konsisten dengan *Efficient Market Hypothesis* bentuk setengah kuat (Fama, 1970): jadwal pertemuan FOMC yang diumumkan jauh sebelumnya dan tersedianya indikator ekspektasi publik seperti *CME FedWatch Tool* memungkinkan pasar mengantisipasi keputusan secara penuh, sehingga pada saat pengumuman resmi tidak terdapat *surprise* yang cukup besar untuk menggerakkan harga emas melampaui ekspektasi normal. Dominasi keputusan *Hold* (62,2% dari sampel) turut menjelaskan rendahnya kejutan informasi secara keseluruhan.

Temuan paling menarik adalah pola pada kategori *Rate Hike*: meskipun teori memprediksi kenaikan suku bunga menekan harga emas melalui peningkatan *opportunity cost* (Mishkin, 2019), AR pada hari pengumuman *Rate Hike* justru positif dan signifikan (AAR = +0,0066;  $p = 0,016$ ), didahului tekanan jual signifikan dua hari sebelumnya (AAR = -0,0089;  $p = 0,004$ ). Pola tersebut dapat mengindikasikan *price reversal* yang mungkin berkaitan dengan karakteristik emas sebagai *safe-haven asset* (Baur & Lucey, 2010). Perlu dicatat bahwa konsep *safe haven* pada Baur dan Lucey (2010) dibangun melalui pendekatan ekonometrika berbasis korelasi kondisional antara *return* emas dan *return* pasar saham pada hari-hari ekstrem penurunan pasar, bukan pada konteks pengumuman kebijakan moneter secara spesifik, sehingga penerapannya pada konteks *Rate Hike* dalam penelitian ini bersifat analogis-konseptual, bukan replikasi langsung atas setting empiris aslinya.

Perlu ditegaskan pula bahwa penelitian ini tidak mengukur secara langsung *capital flow*, permintaan *safe-haven*, *geopolitical uncertainty*, indeks VIX, nilai tukar USD, maupun *yield Treasury* sebagai indikator *flight-to-safety* lainnya, sehingga penjelasan mekanistik di atas bersifat interpretatif dan plausibel berdasarkan pola pergerakan harga, bukan bukti kausal atas motif atau perilaku investor secara langsung. Dengan demikian, temuan ini lebih tepat dipahami sebagai indikasi bahwa reaksi pasar emas terhadap *Rate Hike* konsisten dengan literatur mengenai *price reversal* dan sifat *safe-haven* emas, bukan sebagai kepastian mengenai mekanisme yang mendasarinya. Temuan ini tetap sejalan dengan argumen Bernanke dan Kuttner (2005) bahwa reaksi pasar lebih ditentukan oleh kandungan kejutan (*surprise content*) suatu peristiwa daripada arah keputusan itu sendiri. Kesejajaran ini perlu dibaca sebagai kesejajaran konseptual, bukan replikasi metodologis langsung, mengingat Bernanke dan Kuttner (2005) mengukur *surprise content* melalui perubahan harga *Fed Funds Futures* dan mengaitkannya dengan reaksi *intraday* indeks saham S&P 500, bukan harga emas dengan *event window* harian sebagaimana pada penelitian ini.

Pola dua temuan signifikan pada kategori *Rate Hike* ini juga perlu dibaca dengan mempertimbangkan isu *multiple comparisons*, mengingat pengujian *abnormal return* dilakukan secara terpisah untuk tujuh hari dalam *event window* pada masing-masing kategori keputusan FOMC. Pengujian berulang tanpa penyesuaian (*correction*) seperti Bonferroni atau Benjamini–Hochberg *false discovery rate* berpotensi menaikkan *family-wise error rate*, sehingga peluang signifikansi semu (*Type I error*) meningkat seiring bertambahnya jumlah pengujian yang dilakukan. Studi ini tidak menerapkan koreksi tersebut, mengikuti konvensi umum dalam literatur *event study* yang memperlakukan setiap hari dalam *event window* sebagai unit pengujian tersendiri (MacKinlay, 1997; Kothari & Warner, 2007). Meskipun demikian, nilai  $p = 0,004$  relatif lebih tahan terhadap koreksi konservatif dibandingkan  $p = 0,016$ , sehingga signifikansi pada hari pengumuman ( $t_0$ ) sebaiknya dipandang sebagai indikasi awal

yang memerlukan replikasi pada sampel *Rate Hike* yang lebih besar, bukan sebagai bukti yang sepenuhnya konklusif.

Tidak ditemukannya perbedaan *return* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman FOMC (H2), yang tercermin dari distribusi *ranks* yang relatif berimbang antara *negative ranks* sebanyak 24 peristiwa dan *positive ranks* sebanyak 21 peristiwa, menunjukkan bahwa arah pergerakan harga emas setelah pengumuman kebijakan moneter cenderung heterogen dan tidak menunjukkan pola yang dapat diprediksi secara sistematis. Temuan tersebut berbeda dengan hasil penelitian Roache dan Rossi (2010) yang menunjukkan adanya reaksi harga emas yang signifikan dan bersifat asimetris terhadap berita ekonomi di Amerika Serikat dan Eropa. Namun, perbedaan temuan tersebut tidak secara langsung menunjukkan adanya pertentangan substantif, mengingat terdapat sejumlah perbedaan mendasar dalam desain dan konteks penelitian. Pertama, dari perspektif periode observasi dan rezim kebijakan moneter, penelitian Roache dan Rossi (2010) mencakup periode 1997-2009 yang berlangsung sebelum penerapan *forward guidance* secara eksplisit oleh Federal Reserve serta sebelum diperkenalkannya *dot plot* pada 2012, sekaligus mencakup periode krisis keuangan global 2008 yang ditandai oleh tingkat volatilitas pasar yang sangat tinggi; kondisi tersebut berbeda dengan periode 2020-2025 dalam penelitian ini, ketika komunikasi kebijakan Federal Reserve relatif lebih transparan dan terstruktur.

Kedua, dari aspek cakupan peristiwa, Roache dan Rossi (2010) menganalisis respons harga emas terhadap berbagai rilis berita makroekonomi terjadwal di Amerika Serikat dan kawasan Euro, sehingga karakteristik serta variasi *information shock* yang diamati lebih luas dibandingkan penelitian ini yang secara khusus berfokus pada 45 pengumuman keputusan FOMC. Ketiga, perbedaan juga terdapat pada frekuensi data dan *event window* yang digunakan. Roache dan Rossi (2010) menerapkan data *intraday* atau *high-frequency* dengan jendela observasi dalam hitungan menit di sekitar waktu publikasi berita, sedangkan penelitian ini menggunakan data harian dengan *event window* selama tujuh hari, yaitu  $t-3$  hingga  $t+3$ , sehingga terdapat kemungkinan bahwa reaksi harga yang berlangsung dalam hitungan jam menjadi kurang teridentifikasi atau mengalami efek *smoothing* ketika diagregasikan ke dalam frekuensi harian. Keempat, perubahan tingkat transparansi komunikasi Federal Reserve juga berpotensi memengaruhi besarnya *monetary policy surprise* yang diterima pasar.

Pada periode 2020-2025, keberadaan *dot plot*, *forward guidance*, serta komunikasi kebijakan yang lebih intensif memungkinkan pelaku pasar mengantisipasi sebagian informasi kebijakan sebelum pengumuman resmi, sehingga respons harga pada saat pengumuman dapat menjadi relatif lebih terbatas dibandingkan periode yang diteliti Roache dan Rossi (2010). Oleh karena itu, perbedaan antara kedua hasil penelitian tersebut lebih tepat dipahami sebagai konsekuensi dari perbedaan periode dan rezim kebijakan, karakteristik peristiwa, resolusi data, serta panjang *event window*, sehingga temuan keduanya tidak sepenuhnya dapat dibandingkan secara langsung (*apple-to-apple*) dan tidak serta-merta mengindikasikan ketidakkonsistenan empiris, melainkan menunjukkan bahwa respons harga emas terhadap informasi kebijakan moneter dapat dipengaruhi oleh konteks dan desain pengukuran yang digunakan.

Perlu ditegaskan bahwa hasil pengujian yang tidak menunjukkan signifikansi statistik tidak serta-merta mengindikasikan bahwa kebijakan FOMC tidak memiliki pengaruh terhadap harga emas. Erb dan Harvey (2013) serta Yaqub (2022), misalnya, menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara suku bunga riil maupun suku bunga Amerika Serikat dan harga emas dalam perspektif jangka menengah hingga panjang. Meskipun demikian, kesesuaian arah temuan tersebut perlu diinterpretasikan secara hati-hati karena kedua penelitian tersebut memiliki fokus dan desain penelitian yang berbeda dengan

penelitian ini. Erb dan Harvey (2013) menggunakan pendekatan analisis empiris dan tinjauan literatur untuk mengkaji hubungan struktural jangka panjang antara *real interest rate* dan harga emas, sedangkan Yaqub (2022) menerapkan regresi *time series* terhadap data tahunan periode 1971-2021 untuk menganalisis hubungan antara tingkat suku bunga dan harga emas dunia, bukan pengaruh kejutan kebijakan (*policy surprise*) terhadap perubahan harga di sekitar waktu pengumuman. Perbedaan tersebut menjadi penting karena pendekatan yang digunakan Erb dan Harvey (2013) serta Yaqub (2022) berorientasi pada hubungan struktural dan asosiasi makroekonomi dalam horizon tahunan hingga jangka panjang, sementara desain *event study* dalam penelitian ini secara khusus diarahkan untuk mengidentifikasi respons harga dalam periode singkat di sekitar pengumuman kebijakan FOMC melalui pengukuran *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR).

Selain itu, penggunaan data tahunan dalam Yaqub (2022) mengagregasikan berbagai fase siklus suku bunga dan kondisi ekonomi dalam periode observasi yang panjang, termasuk episode pada dekade 1970-an dan 1980-an yang ditandai oleh perubahan inflasi serta suku bunga Amerika Serikat yang relatif tinggi dan bergejolak. Oleh sebab itu, hubungan negatif yang ditemukan dalam penelitian tersebut lebih merepresentasikan pola *co-movement* dan keterkaitan struktural antara rezim suku bunga dan harga emas dalam jangka panjang daripada respons pasar terhadap suatu kejutan kebijakan tertentu. Dengan demikian, perbedaan antara temuan penelitian ini yang tidak signifikan pada horizon jangka pendek dan hasil Erb dan Harvey (2013) serta Yaqub (2022) yang menunjukkan hubungan signifikan dalam horizon jangka menengah hingga panjang tidak harus dipandang sebagai inkonsistensi empiris, melainkan dapat dipahami sebagai temuan yang saling melengkapi (*complementary*). Secara keseluruhan, hasil tersebut mengindikasikan bahwa pengaruh kebijakan suku bunga Federal Reserve terhadap XAUUSD kemungkinan lebih banyak berlangsung melalui mekanisme kumulatif dan struktural dalam jangka menengah hingga panjang, sementara respons harga secara langsung di sekitar tanggal pengumuman tunggal cenderung terbatas, kecuali ketika keputusan tersebut mengandung tingkat kejutan kebijakan (*policy surprise*) yang relatif tinggi, seperti yang dapat terjadi pada keputusan *Rate Hike*.

## Simpulan

Penelitian ini menganalisis reaksi harga XAUUSD terhadap 45 pengumuman suku bunga FOMC periode 2020–2025 menggunakan metode *event study*, dan secara agregat tidak ditemukan *abnormal return*, *cumulative abnormal return*, maupun perbedaan *return* sebelum-sesudah pengumuman yang signifikan, sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* bentuk setengah kuat yang mengindikasikan pasar telah mengantisipasi informasi kebijakan moneter The Fed sebelum pengumuman resmi dilakukan; namun demikian, analisis per kategori keputusan menunjukkan pengecualian penting pada kategori *Rate Hike*, yang menghasilkan *abnormal return* dan CAR yang signifikan pada hari pengumuman serta tekanan jual signifikan dua hari sebelumnya, mengindikasikan bahwa reaksi pasar emas bersifat selektif dan lebih dipengaruhi oleh kandungan kejutan informasi dibandingkan arah keputusan suku bunga semata. Secara teoretis, temuan ini memperkaya literatur efisiensi pasar komoditas dengan menunjukkan heterogenitas reaksi pasar emas terhadap kategori keputusan FOMC yang selama ini berpotensi tersembunyi di balik hasil pengujian agregat, sementara secara praktis mengindikasikan bahwa jadwal pengumuman FOMC secara umum bukan sinyal yang cukup kuat untuk mengantisipasi pergerakan harga emas jangka pendek kecuali pada periode dengan probabilitas *Rate Hike* yang tinggi, meskipun temuan ini sebaiknya dipahami sebagai bukti empiris mengenai perilaku pasar dan bukan sebagai rekomendasi strategi *trading* yang telah teruji kelayakannya. Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan, yaitu penggunaan data harga penutupan harian yang belum menangkap reaksi *intraday*,

jumlah sampel kategori *Rate Cut* yang relatif kecil ( $n=6$ ), serta belum dilakukannya kuantifikasi eksplisit terhadap *monetary policy surprise*; oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan data *intraday*, memperluas periode dan jumlah sampel kategori *Rate Cut*, mengukur *monetary policy surprise* secara eksplisit melalui data CME FedWatch atau *Fed Funds Futures*, serta menerapkan model regresi multivariat yang mengontrol variabel makroekonomi lain seperti indeks Dolar AS, *yield Treasury*, dan indeks VIX, disertai koreksi *multiple comparisons* untuk memperkuat validitas statistik penelitian dengan desain serupa.

## Referensi

- Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). *Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. Financial Review*, 45(2), 217–229. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2010.00244.x>
- Bernanke, B. S. (2015). *The courage to act: A memoir of a crisis and its aftermath*. W. W. Norton & Company.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27>
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). *What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2021). *Investments* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). *Using daily stock returns: The case of event studies. Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton University Press.
- Emilda, E. (2020). *Adakah pengaruh event dalam economic calendar terhadap gold price (XAU/USD)? Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini*, 11(1), 29–34. <https://doi.org/10.36982/jiegm.v11i1.1058>
- Erb, C. B., & Harvey, C. R. (2013). *The golden dilemma. Financial Analysts Journal*, 69(4), 10–42. <https://doi.org/10.2469/faj.v69.n4.1>
- Fabozzi, F. J. (2014). *Foundations of financial markets and institutions* (4th ed.). Pearson Education.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Macmillan.
- Hull, J. C. (2022). *Options, futures, and other derivatives* (11th ed.). Pearson Education.
- J.P. Morgan Global Research. (2025). *A new high? Gold price predictions from J.P. Morgan Global Research*. <https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/commodities/gold-prices>
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2007). *Econometrics of event studies. In Handbook of empirical corporate finance* (pp. 3–36). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50015-9>
- Kuttner, K. N. (2001). *Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market. Journal of Monetary Economics*, 47(3), 523–544. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(01\)00055-1](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(01)00055-1)
- Lai, W. (2025). *The impact of Federal Reserve interest rate on spot gold prices: An event study. Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 248, 98–105. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/2025.BL30550>
- Levine, R. (1997). *Financial development and economic growth: Views and agenda. Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Lucca, D. O., & Moench, E. (2015). *The pre-FOMC announcement drift. Journal of Finance*, 70(1), 329–371. <https://doi.org/10.1111/jofi.12196>
- MacKinlay, A. C. (1997). *Event studies in economics and finance. Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.). Pearson Education.

- O'Connor, F. A., Lucey, B. M., Batten, J. A., & Baur, D. G. (2015). The financial economics of gold—A survey. *International Review of Financial Analysis*, 41, 186–205. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.07.005>
- Roache, S. K., & Rossi, M. (2010). The effects of economic news on commodity prices. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(3), 377–385. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2010.02.007>
- Shapiro, S. S., & Wilk, M. B. (1965). An analysis of variance test for normality (complete samples). *Biometrika*, 52(3–4), 591–611. <https://doi.org/10.1093/biomet/52.3-4.591>
- Sugiyono. (2019). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D* (2nd ed.). Alfabeta.
- Wilcoxon, F. (1945). Individual comparisons by ranking methods. *Biometrics Bulletin*, 1(6), 80–83. <https://doi.org/10.2307/3001968>
- World Gold Council. (2026). *Gold trading volumes*. <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-trading-volumes>
- Yaqub, K. Q. (2022). *The impact of the United States macroeconomics on the price of gold*. In *Proceedings of the 7th International Conference on Business, Management and Economics* (pp. 42–57). <https://doi.org/10.33422/7th.icbmeconf.2022.12.103>
- Zhong, J. (2024). *The correlation between the price of gold and monetary policy: A case study of the Chinese market*. *International Journal of Global Economics and Management*, 5(2), 22–38. <https://doi.org/10.62051/ijgem.v5n2.04>