

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Sejak dimulainya era globalisasi, krisis keuangan lebih sering terjadi dibandingkan dengan periode sebelumnya. Salah satu faktor utamanya adalah pada sektor keuangan melalui kemajuan teknologi informasi yang dapat memperbesar dampak krisis dan mempercepat penyebarannya ke berbagai wilayah atau negara. Dengan adanya krisis keuangan di Asia pada tahun 1997 dan tahun 2008 terdapat indikasi adanya kebutuhan mendesak untuk mengembangkan pasar obligasi dalam mata uang lokal sebagai sumber pembiayaan jangka panjang. Dengan demikian dapat mengurangi kerentanan terhadap ketidaksesuaian ganda antara waktu jatuh tempo dan mata uang di masa depan pada negara-negara tersebut (IMF, 2002).

Beberapa negara berkembang seperti Indonesia mengalami krisis keuangan yang berulang terkait dengan pembalikan arus modal secara tiba-tiba dan kekurangan likuiditas karena negara-negara tersebut terlalu mengandalkan pinjaman luar negeri jangka pendek (Broner *et al.*, 2013). Namun, ketergantungan pada pinjaman luar negeri, terutama dalam bentuk utang jangka pendek, dapat menimbulkan risiko besar bagi stabilitas ekonomi dan pasar obligasi domestik. Menurut penelitian Piesse *et al.*, (2007) pergerakan di pasar obligasi sangat penting dibandingkan dengan pengembangan sistem ekonomi dan keuangan karena pasar obligasi bukan hanya instrumen untuk memfasilitasi kebijakan moneter, tetapi juga penyedia informasi untuk analisis ekonomi makro, seperti untuk strategi penetapan harga di pasar keuangan.

Secara khusus, studi tentang volatilitas imbal hasil memberikan informasi yang berhubungan dengan pasar obligasi termasuk prediksi imbal hasil pasar atau imbal hasil obligasi. Obligasi bertenor sepuluh tahun lebih likuid dibandingkan dengan obligasi lainnya di pasar internasional sehingga lebih sesuai untuk analisis obligasi acuan. Namun, dengan tidak adanya pasar obligasi yang berfungsi dengan baik dapat menciptakan kerusakan yang terjadi pada ekonomi sektor riil akibat krisis keuangan yang jauh lebih besar daripada yang diperkirakan sebelumnya, dan restrukturisasi yang diperlukan menjadi lebih berkelanjutan.

Pasar obligasi dapat membantu pemerintah meningkatkan akses terhadap layanan keuangan, menurunkan biaya layanan keuangan, dan memperbaiki stabilitas sistem keuangan (Garini, 2016). Selain itu, pasar obligasi menyediakan pembiayaan jangka panjang untuk proyek-proyek infrastruktur dan perusahaan. Dengan sektor keuangan yang kuat dan terdiversifikasi dengan baik, akan tercipta landasan yang kokoh untuk mendukung pertumbuhan ekonomi. Pemerintah memerlukan pasar obligasi yang berkembang dengan baik dalam rangka meningkatkan efisiensi pengalokasian dan meningkatkan ketersediaan modal.

Terciptanya pasar obligasi dalam negeri yang kuat mengurangi ketergantungan pada utang luar negeri dan memperkuat daya tahan sistem keuangan negara terhadap volatilitas eksternal. Bagi negara-negara berkembang, termasuk Indonesia, *debt service* merupakan pengeluaran devisa yang utama (Permanasari & Kurniasih, 2021). Oleh sebab itu, hal ini menjadi salah satu alasan bagi pemerintah untuk menerapkan strategi pengelolaan utang dengan meningkatkan bagian utang dari dalam negeri terhadap total utang pemerintah. Posisi utang pemerintah Indonesia dilihat dari dua komponen yaitu Surat Utang Negara dan pinjaman.

Gambar 1. 1 Posisi Utang Pemerintah Indonesia Tahun 2010 -2020

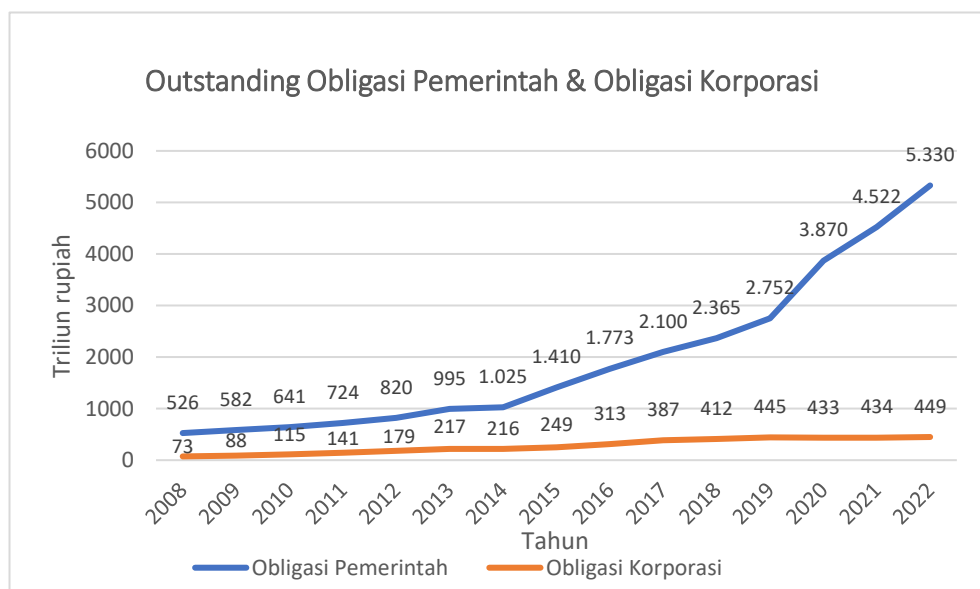


Sumber: Publikasi Kemenkeu (data diolah)

Pada Gambar 1.1 di atas menunjukkan proporsi rasio utang pemerintah Indonesia dilihat dari pinjaman dan Surat Utang Negara (SUN) telah mengalami peningkatan. Jika dilihat dari data tersebut pada tahun 2008 sampai tahun 2009 SUN mengalami peningkatan masing-masing sebesar 55.360 juta USD dan 59.821 juta USD. Hal ini diakibatkan dari dampak krisis global tahun 2008 yang dapat mempengaruhi arus modal dan meningkatkan kebutuhan pembiayaan pemerintah. Kemudian SUN terus mengalami peningkatan sampai pada puncak tertinggi di tahun 2020-2021 akibat dari adanya pandemi Covid-19 yang melanda seluruh dunia sehingga pemerintah kembali membutuhkan pembiayaan. Krisis semacam itu sering kali memicu peningkatan penerbitan SUN sebagai langkah mitigasi ekonomi (Edge, n.d.). Sedangkan pada pinjaman mengalami fluktuasi namun cenderung stabil dalam beberapa tahun terakhir dengan nilai tertinggi tercapai pada tahun 2010 dan 2020 yaitu sebesar 68.099 juta USD dan 59.620 juta USD.

Hal ini menunjukkan bahwa pemerintah Indonesia lebih mengandalkan penerbitan SUN untuk pembiayaan dibandingkan dengan pinjaman langsung. SUN menjadi instrumen yang semakin dominan dalam struktur utang pemerintah Indonesia untuk lebih mengandalkan pasar obligasi sebagai sumber pembiayaan. Hal ini dapat dilihat dari pertumbuhan nominal obligasi selalu mengalami peningkatan, ini menunjukkan bahwa pasar obligasi di Indonesia sangat digemari oleh kalangan investor, baik investor dalam negeri maupun investor asing. Karena minat investor yang tinggi terhadap Surat Utang Negara (SUN), pemerintah secara konsisten menerbitkan berbagai seri obligasi dengan beragam waktu jatuh tempo. Hal ini bertujuan untuk menyediakan acuan (benchmark) bagi obligasi lainnya. Hal ini tercermin dalam peningkatan jumlah outstanding obligasi yang ada di Indonesia. Gambar 1.2 akan menunjukkan perkembangan mengenai pergerakan nilai outstanding obligasi.

Gambar 1. 2 Outstanding Obligasi Pemerintah dan Obligasi korporasi



Sumber : Publikasi OJK (data diolah)

Pada Gambar 1.2 terlihat bahwa secara nilai outstanding obligasi pemerintah memiliki nilai outstanding per tahun yang terus mengalami peningkatan daripada nilai outstanding obligasi korporasi. Nilai outstanding obligasi pemerintah menunjukkan tren yang positif sejak tahun 2015 dan terus mengalami peningkatan yang signifikan sampai tahun 2022. Sedangkan nilai outstanding obligasi korporasi cenderung mengalami peningkatan yang konstan tidak sebesar peningkatan obligasi pemerintah.

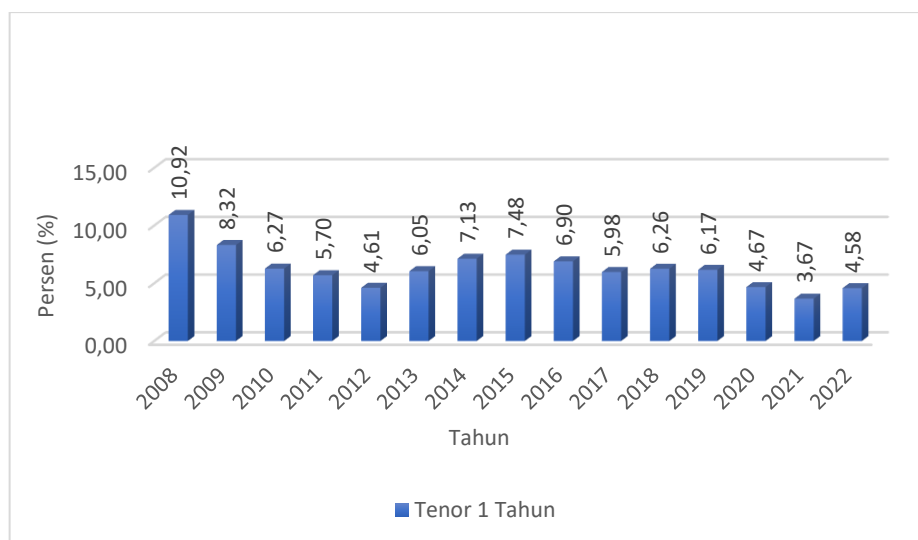
Obligasi pemerintah menjadi topik utama karena dianggap mampu menghasilkan total penjualan yang signifikan. Fenomena ini menunjukkan bahwa obligasi pemerintah dapat memberikan imbal hasil maksimal bagi pemegangnya. Namun, obligasi juga merupakan jenis investasi yang mengandung risiko bagi investor (Liu, 2016). Risiko yang terkandung dalam suatu obligasi akan mempengaruhi tingkat return yang diharapkan oleh investor, dikenal sebagai yield obligasi (Cibulka, 2015). Investor yang berorientasi pada yield umumnya adalah investor jangka panjang, yang tidak terlalu memperhatikan pergerakan harga obligasi di pasar sekunder. Mereka cenderung membeli obligasi ketika yield berada di atas rata-rata atau saat harga obligasi turun, kemudian menyimpannya hingga jatuh tempo.

Yield merupakan variabel penting dalam transaksi obligasi bagi investor. Investor selalu mempertanyakan yield yang akan diperoleh jika membeli obligasi dengan harga tertentu. Penerbit obligasi mengharapkan yield yang rendah karena akan meminimalisir biaya dana seperti tingkat kupon yang diberikan, sementara itu, investor mengharapkan yield yang tinggi untuk memaksimalkan imbal hasil dari penempatan dananya, terutama bagi investor yang menempatkan dananya pada obligasi hingga jatuh tempo (Pratiwi & Mustafa, 2021). Obligasi dengan yield tinggi

di atas rata-rata suku bunga deposito dan rata-rata yield biasanya sangat diminati. Obligasi yang memiliki risiko lebih besar cenderung akan mendapatkan yield yang lebih besar bila dibandingkan dengan obligasi yang mempunyai risiko lebih rendah (Listiawati & Paramita, 2018).

Tingkat yield obligasi yang diterima oleh investor akan berubah seiring dengan perubahan kondisi ekonomi, baik makro maupun mikro. Jika yield obligasi cukup tinggi, harga obligasi cenderung menurun. Sebaliknya, jika tingkat yield yang ditawarkan relatif rendah, harga obligasi cenderung naik karena daya tariknya bagi investor atau calon pembeli lebih sedikit. Oleh karena itu hasil dari yield obligasi tersebut, mencerminkan kinerja dari suatu obligasi yang nantinya berguna sebagai informasi dalam pengambilan keputusan oleh investor (Mizen & Tsoukas, 2012).

Gambar 1. 3 Yield Obligasi Pemerintah Tenor 1 Tahun



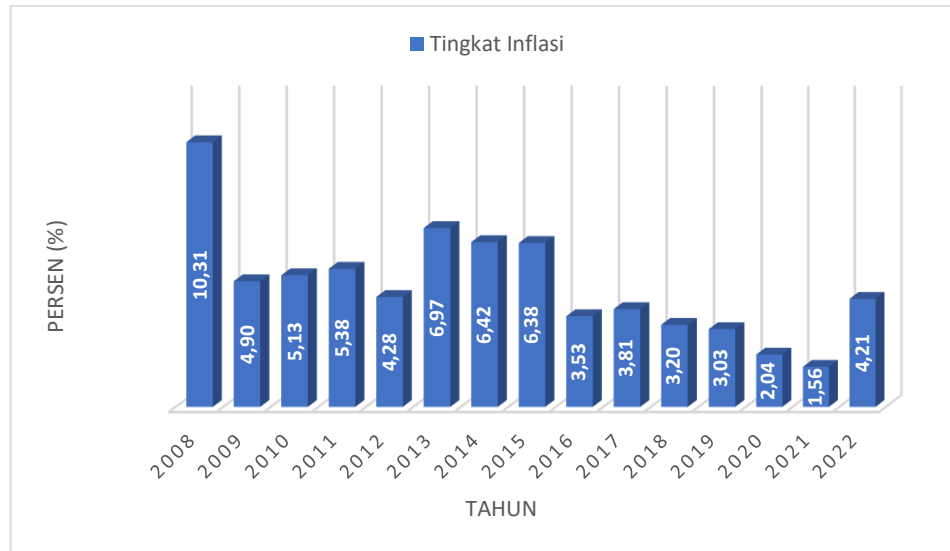
Sumber: Investing (diolah)

Pada Gambar 1.3 di atas menunjukkan yield obligasi tenor 1 tahun, mengalami fluktuasi. Pada tahun 2008, imbal hasil obligasi bertenor 1 tahun cukup tinggi yaitu mencapai 10,92%. Hal ini terjadi pada saat krisis keuangan global,

yang menyebabkan meningkatnya penghindaran risiko dan imbal hasil yang lebih tinggi karena investor menuntut imbal hasil yang lebih besar untuk risiko yang dirasakan lebih tinggi. Tren imbal hasil obligasi di Indonesia dari tahun 2008 hingga 2022 mencerminkan interaksi yang kompleks antara krisis keuangan global, respons kebijakan moneter, pertumbuhan ekonomi, dan tekanan inflasi. Imbal hasil mencapai puncaknya pada saat krisis keuangan tahun 2008, menurun secara signifikan pada tahun-tahun pemulihan berikutnya, tetap stabil pada pertengahan 2010, dan kembali bergejolak akibat pandemi dengan kondisi ekonomi setelahnya. Fluktuasi ini merupakan hal yang biasa terjadi di pasar obligasi karena bereaksi terhadap kondisi ekonomi makro, kebijakan bank sentral, dan perilaku investor.

Menurut Paisarn (2012), terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi yield obligasi yaitu faktor eksternal, karakteristik obligasi dan faktor internal penerbit obligasi. Faktor eksternal yang perlu diperhatikan dalam investasi obligasi adalah variabel makro seperti inflasi, tingkat suku bunga, kurs rupiah terhadap dolar AS, dan juga harga minyak. Inflasi merupakan suatu keadaan dimana terjadi permintaan yang berlebih terhadap barang-barang secara keseluruhan dalam perekonomian suatu wilayah (Ahmad & Rusgianto, 2013). Peningkatan inflasi yang terus-menerus dan tidak terkendali dapat menyebabkan ketidakpastian ekonomi, yang berdampak pada keputusan investasi. Ketidakpastian ini sering membuat investor lebih berhati-hati dan menuntut imbal hasil yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko inflasi, yang pada akhirnya dapat meningkatkan yield obligasi.

Gambar 1. 4 Tingkat inflasi Indonesia Tahun 2008 - 2022



Sumber: Badan Pusat Statistik

Gambar 1.4 menunjukkan grafik tingkat inflasi Indonesia tahun 2008 hingga tahun 2022. Pada tahun 2008, Indonesia mengalami inflasi yang tinggi akibat krisis keuangan global, yang mengakibatkan kenaikan harga barang dan jasa secara tajam. Inflasi mencapai puncaknya pada sekitar 10.31% (Badan Pusat Statistik, 2009). Inflasi yang tinggi ini mempengaruhi pasar obligasi karena investor menuntut yield yang lebih tinggi untuk mengimbangi risiko inflasi yang meningkat. Pada tahun 2020 - 2021 mengalami penurunan menjadi 2.04 persen dan 1.56 persen akibat perlambatan ekonomi yang disebabkan oleh pandemi COVID-19. Tingkat inflasi secara signifikan mempengaruhi imbal hasil obligasi. Inflasi yang lebih tinggi umumnya menyebabkan imbal hasil obligasi yang lebih tinggi karena investor mencari kompensasi atas risiko inflasi (Barr & Campbell, 1997). Sedangkan inflasi yang lebih rendah menghasilkan imbal hasil yang lebih rendah karena bank sentral dapat menurunkan suku bunga untuk menstimulasi aktivitas ekonomi (von Hagen *et al.*, 2011). Pasar obligasi di Indonesia sangat responsif

terhadap tren inflasi ini, yang mencerminkan perubahan ekspektasi investor dan kebijakan ekonomi.

Peristiwa tersebut akan menyebabkan naiknya harga secara umum dan terus menerus. Inflasi yang berfluktuasi akan berdampak pada sector investasi apapun termasuk juga dengan obligasi (Jordà *et al.*, 2020). Inflasi yang terus meningkat menyebabkan kenaikan harga secara keseluruhan, sehingga investasi pada surat-surat berharga seperti obligasi akan dirasa semakin beresiko (Campbell & Ammer, 1993). Akibatnya, investor akan mengharapkan imbal hasil (yield) yang lebih besar atas investasinya. Oleh karena itu, laju inflasi berpengaruh positif terhadap yield obligasi yang diinginkan oleh investor. Hal ini sejalan dengan penelitian dari Garini (2016) dan Surya & Nasher (2016) yang menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap yield obligasi. Namun sebaliknya telah dinyatakan oleh Purba, (2018) dan Paramita & Pangestsuti, (2016) yang menyatakan bahwa hasil penelitian variabel inflasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap yield obligasi.

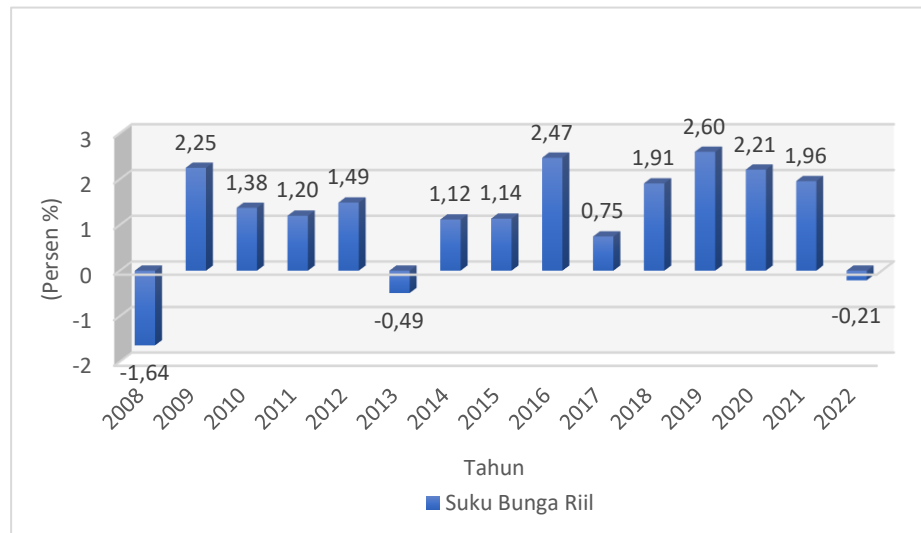
Tingkat suku bunga acuan sering digunakan oleh para investor sebagai acuan dalam melakukan investasi pada asset tetap seperti obligasi pemerintah yang berkupon tetap, dan juga sering digunakan sebagai tolak ukur tingkat pengembalian yang diinginkan dan sebagai pembanding dalam memutuskan investasi yang akan dipilih. Tingkat suku bunga acuan dalam menentukan imbal hasil yang akan diperoleh dari obligasi mengacu pada perkembangan tingkat suku bunga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia (BI). Akan tetapi dengan menggunakan tingkat suku bunga acuan tidak memperhitungkan efek inflasi yang dapat berfluktuasi dan mempengaruhi daya beli. Misalnya pada penelitian Borio *et al.*, (2017) menyebutkan bahwa suku bunga nominal yang tidak

mempertimbangkan inflasi dapat memberikan sinyal yang salah tentang kondisi ekonomi dan risiko investasi. Hal ini penting terutama dalam analisis yield obligasi, di mana inflasi memainkan peran besar dalam menentukan *return* riil yang diharapkan oleh investor.

Suku bunga riil lebih penting daripada suku bunga nominal karena suku bunga riil memberikan gambaran yang lebih akurat tentang pengembalian investasi setelah memperhitungkan inflasi. Dengan mengukur nilai riil dari uang, suku bunga riil mencerminkan daya beli sebenarnya, sehingga lebih relevan dalam evaluasi keputusan investasi. Penelitian oleh Mishkin (1991) dan Barr & Campbell, (1997) menunjukkan bahwa suku bunga riil memiliki korelasi yang lebih erat dengan perilaku investasi dan ekspektasi inflasi dibandingkan suku bunga nominal, yang dapat menyesatkan jika inflasi berfluktuasi.

Dalam beberapa tahun terakhir, suku bunga riil di Indonesia mengalami fluktuasi akibat perubahan kebijakan moneter, tingkat inflasi, dan kondisi ekonomi global. Penelitian menunjukkan bahwa memahami suku bunga riil sangat penting bagi investor dan pembuat kebijakan untuk mengevaluasi risiko dan mengelola portofolio investasi secara efektif. Perubahan suku bunga riil dapat mempengaruhi keputusan investasi dan konsumsi masyarakat. karena suku bunga riil yang lebih tinggi cenderung meningkatkan imbal hasil relatif dari investasi yang lebih aman seperti obligasi.

Gambar 1. 5 Suku Bunga Riil Indonesia Tahun 2008 - 2022



Sumber: BPS (data diolah)

Gambar 1.5 di atas menunjukkan bahwa pada tahun 2008 suku bunga riil berada pada angka negatif yaitu sebesar -1.64 persen, hal ini disebabkan dampak dari krisis keuangan global pada tahun tersebut. Suku bunga riil dan yield obligasi adalah indikator penting yang digunakan oleh bank sentral dan investor untuk mengukur kondisi ekonomi dan membuat keputusan keuangan. Suku bunga riil memberikan wawasan tentang biaya pinjaman dan keuntungan nyata, sementara yield obligasi mencerminkan ekspektasi pasar terhadap suku bunga dan risiko ekonomi. Hubungan antara keduanya sangat dipengaruhi oleh kebijakan moneter, ekspektasi inflasi, dan kondisi ekonomi keseluruhan (Mishkin, 2011).

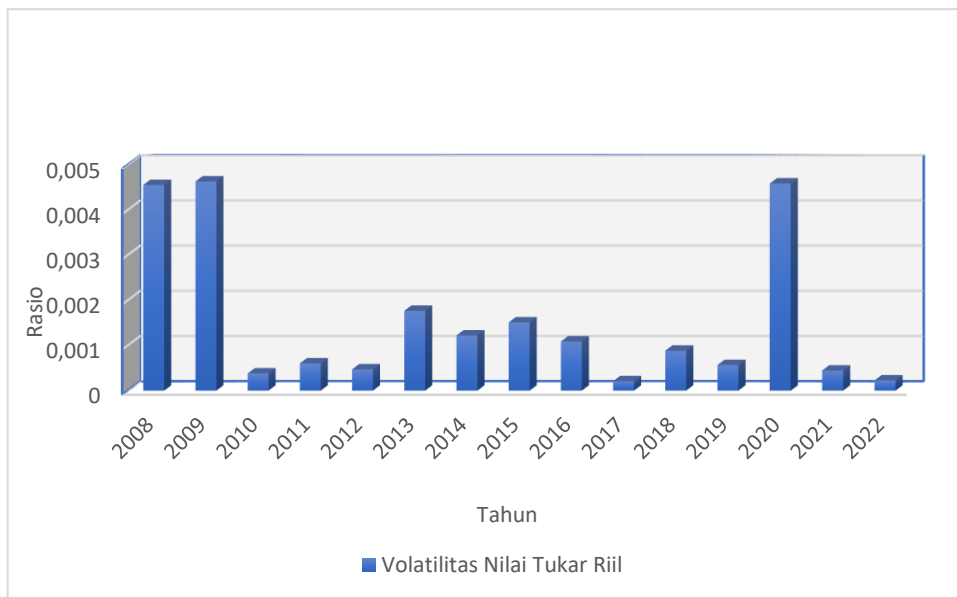
Faktor-faktor lain yang juga mempengaruhi yield obligasi adalah volatilitas nilai tukar. Volatilitas nilai tukar merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi pasar obligasi, terutama dalam konteks investasi internasional. (Warnock & Warnock, 2009). Ketika nilai tukar berfluktuasi secara signifikan, investor menghadapi risiko tambahan yang dapat mempengaruhi keputusan investasi mereka dan, pada gilirannya, mempengaruhi yield obligasi. Penelitian

empiris menunjukkan bahwa volatilitas nilai tukar memiliki dampak yang signifikan terhadap yield obligasi, yang dapat dijelaskan melalui beberapa mekanisme utama.

Mekanisme utama volatilitas nilai tukar mempengaruhi yield obligasi meliputi perubahan dalam premi risiko, ekspektasi inflasi, dan respon kebijakan moneter. Pemahaman mendalam tentang mekanisme ini penting bagi investor dan pembuat kebijakan dalam mengelola risiko dan memaksimalkan keuntungan di pasar obligasi. Menurut penelitian Caporale *et al.*, (2017) Menemukan bahwa volatilitas nilai tukar merupakan faktor kunci yang menyebabkan bias portofolio bilateral di sejumlah negara industri dan negara berkembang mempengaruhi alokasi investasi lintas batas dan strategi diversifikasi risiko global.

Nilai tukar mata uang asing atau kurs menyatakan hubungan nilai diantara mata uang yang berbeda dan diperdagangkan satu sama lain. Kurs mata uang asing mengalami perubahan nilai terus menerus dan relatif tidak stabil. Perubahan nilai ini dapat terjadi karena adanya perubahan permintaan dan penawaran atas suatu nilai mata uang asing pada masing-masing pasar pertukaran valuta dari waktu ke waktu. Bagi investor depresiasi rupiah terhadap dollar menandakan bahwa prospek perekonomian Indonesia suram. Sebab depresiasi rupiah dapat terjadi apabila faktor fundamental perekonomian Indonesia tidaklah kuat. Pergerakan nilai tukar mata uang dipasar dapat dipengaruhi oleh faktor fundamental dan faktor non fundamental. Faktor fundamental tercermin dari variabel makro ekonomi, seperti pertumbuhan ekonomi, laju inflasi, perkembangan ekspor impor (Cibulka, 2015).

Gambar 1. 6 Volatilitas Nilai Tukar Riil Indonesia Terhadap Dollar AS



Sumber: Output Stata 17 (data diolah)

Pada gambar 1.6 di atas menunjukkan bahwa pada tahun 2008 sampai tahun 2009 terjadi volatilitas nilai tukar rupiah terhadap dollar yang sangat tinggi, hal ini disebabkan oleh krisis keuangan global yang terjadi pada tahun tersebut. Krisis keuangan global 2008 menyebabkan ketidakstabilan ekonomi di seluruh dunia, termasuk Indonesia. Nilai tukar riil sangat dipengaruhi oleh arus keluar modal yang besar dan perubahan harga komoditas. Volatilitas tinggi meningkatkan ketidakpastian, menyebabkan investor menuntut yield obligasi yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tambahan.

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu dapat ditemui bahwa masih banyak beberapa perbedaan mengenai hasil penelitian pengaruh inflasi, suku bunga dan nilai tukar terhadap yield obligasi. Oleh karena itu, penelitian ini mencoba untuk meneliti pengaruh inflasi, suku bunga riil, dan volatilitas nilai tukar riil terhadap yield obligasi pemerintah tenor 1 tahun di Indonesia. Dalam penelitian ini terdapat *research gap* yang termasuk pada kategori *theoretical gap*, yang

dimana secara teoritis terdapat teori-teori dan kerangka pemikiran pada riset sebelumnya serta terdapat kelemahan dan keterbatasan yang kurang pada teori maupun kerangka pemikiran sebelumnya. Maka dari itu penelitian ini menambahkan novelty berupa penambahan beberapa variabel baru yang berbeda dari penelitian sebelumnya. Yang pertama yaitu, menambahkan variabel suku bunga riil. Kedua, dengan menggunakan variabel volatilitas nilai tukar riil. Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **Yield Obligasi Pemerintah Pasca Krisis Keuangan Global**.

1.2 Rumusan Masalah

Yield obligasi dapat mengalami fluktuasi yang dapat mengakibatkan pergeseran *yield* curve bergerak ke atas maupun ke bawah. Guncangan terhadap kondisi ekonomi-ekonomi makro dapat mengubah *yield* obligasi, namun guncangan ekonomi makro yang sama belum tentu menghasilkan dampak yang serupa terhadap *yield* obligasi dengan jangka waktu yang berbeda. Oleh karena itu, penting untuk mengidentifikasi faktor-faktor dari variabel ekonomi seperti inflasi, suku bunga riil, dan volatilitas nilai tukar yang dapat mempengaruhi *yield* obligasi dengan jangka waktu 1 tahun secara jangka panjang dan jangka pendek. Sehingga peneliti dapat merumuskan perumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah inflasi, suku bunga riil dan volatilitas nilai tukar riil berpengaruh terhadap terhadap *yield* obligasi tenor 1 tahun dalam jangka panjang?
2. Apakah inflasi, suku bunga riil, dan volatilitas nilai tukar riil berpengaruh terhadap *yield* obligasi tenor 1 tahun dalam jangka pendek?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis pengaruh inflasi, suku bunga riil dan volatilitas nilai tukar riil terhadap yield obligasi pemerintah tenor 1 tahun dalam jangka panjang
2. Untuk menganalisis pengaruh inflasi, suku bunga riil, dan volatilitas nilai tukar riil terhadap yield obligasi tenor 1 tahun dalam jangka pendek

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada pihak penulis maupun pihak lain. Adapun kegunaan dan manfaat yang bisa diambil dari penelitian ini adalah:

1. Manfaat teoritis
 - a) Dapat memberikan sumbangan pemikiran terhadap perkembangan ilmu pengetahuan pada mahasiswa Ekonomi Pembangunan terutama pada konsentrasi Moneter & Perbankan mengenai pengaruh variable inflasi, suku bunga riil, dan volatilitas nilai tukar riil terhadap yield obligasi pemerintah yang jatuh tempo selama 1 tahun, 5 tahun, dan 10 tahun.
 - b) Dapat menjadi bahan referensi yang bisa digunakan sebagai bahan masukan penelitian sebelumnya dan penelitian berikutnya.
2. Manfaat praktis
 - a) Diharapkan dari penelitian ini dapat memberikan sumbangan pemikiran bagi pemerintah sehingga dapat mentransformasikan kebijakan yang sesuai.
 - b) Bagi masyarakat umum khususnya untuk para investor obligasi agar dapat memberikan gambaran tentang dunia obligasi dan dapat mengetahui pola

- pola pergerakan dalam mengambil keuntungan Ketika berinvestasi pada obligasi pemerintah atau Surat Utang Negara (SUN).