

## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang

Krisis keuangan global yang dipicu oleh krisis kredit perumahan berisiko tinggi (*subprime mortgage*) dan bangkrutnya bank investasi Lehman Brothers di Amerika Serikat (AS) pada tahun 2008 serta dilanjutkan dengan krisis utang di negara-negara yang menggunakan mata uang *Euro* (*Eurozone*) telah menyebabkan penurunan *return* dari pasar saham, gejolak nilai tukar, dan obligasi pemerintah global (Stracca, 2013). Sebagai respon dari krisis keuangan global tersebut, bank sentral negara maju termasuk Bank Sentral AS, *Federal Reserve Bank* telah melakukan kebijakan penurunan suku bunga sampai dengan mendekati nol persen dan kebijakan moneter yang *unconventional* berupa pembelian aset (*Large Asset Scale Purchases*) yang umumnya dikenal sebagai kebijakan *Quantitative Easing* (*QE*) pada tahun 2008 (Gertler and Peter Karadi, 2012).

Menurut Foley-Fisher *et al.* (2016), implementasi kebijakan moneter *unconventional* oleh Bank Sentral AS telah mendorong perilaku investor global untuk mendapatkan *yield* yang atraktif (*reach for yield*) dengan membeli *corporate debt* yang lebih berisiko dibandingkan dengan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah. Fratzscher (2012) menemukan bahwa kebijakan *QE* yang dilakukan oleh *Federal Reserve Bank* telah menyebabkan *portfolio capital inflow* yang signifikan pada *Emerging Market Economies* (*EMEs*) termasuk Indonesia. Temuan ini memperkuat hasil penelitian Arora and Martin Cerisola (2001) bahwa kebijakan moneter AS berdampak langsung

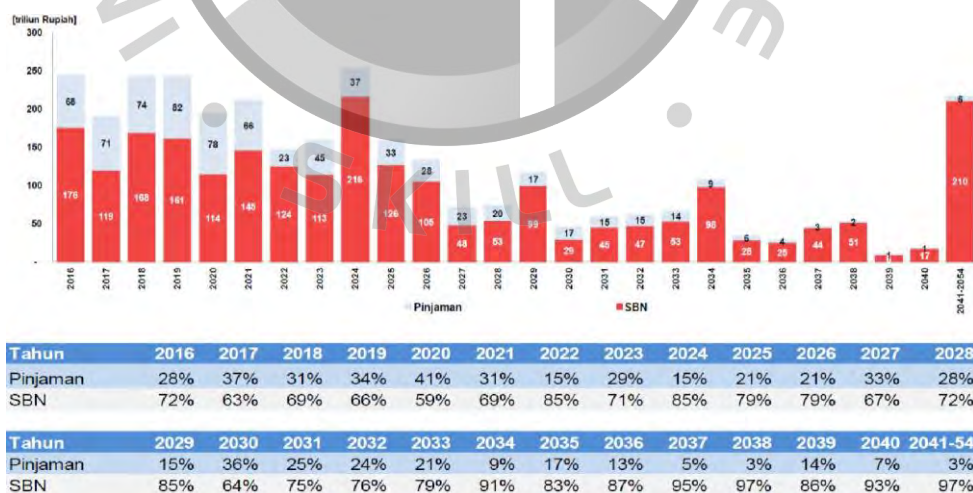
pada perubahan *yield* obligasi pemerintah yang diterbitkan negara berkembang. Berdasarkan penelitian Gadanez *et al.* (2014), penguatan nilai tukar *EMEs* terhadap *US Dollar* secara umum pada tahun 2010-2013 menjadi daya tarik masuknya investor internasional pada pasar obligasi pemerintah *EMEs* dalam mata uang lokal.

Kepemilikan investor asing pada Surat Utang Negara (SUN) jangka waktu atau tenor lebih dari 10 tahun sekitar 44,44% atau naik dibandingkan posisi akhir tahun 2014 sebesar 42,81% (Laporan Kementerian Keuangan, 2016). Sementara itu untuk SUN dengan tenor 5-10 tahun, porsi kepemilikan asing meningkat dari 34% menjadi 40%. Pada periode yang sama, investor asing mengurangi porsi kepemilikan pada SUN bertenor pendek, yaitu tenor dua tahun dari 15% menjadi 11%, tenor satu sampai dengan dua tahun dari 4% menjadi 2%, serta tenor kurang dari satu tahun dari 5% menjadi 4%.

Pada periode tahun 2010-2015, pergerakan imbal hasil atau *yield* obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia relatif berfluktuasi yang disebabkan oleh berbagai faktor. Pergerakan *yield* obligasi tersebut mempengaruhi *return* investasi pada instrumen obligasi. Obligasi memiliki dua komponen *return*, yaitu: *interest income*, dan *capital gains* atau *losses* akibat perubahan harga obligasi (Elton *et al.*, 2003). Sementara itu, faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga obligasi adalah tipe dari penerbit, karakteristik dari obligasi, dan kondisi ekonomi suatu negara. Pergerakan *yield* obligasi berbanding terbalik dengan pergerakan harga obligasi karena harga adalah *present value* dari *cash flow* obligasi (Fabozzi, 2003).

Pemerintah Indonesia menerbitkan surat utang jangka panjang atau obligasi dalam rangka membiayai defisit Anggaran Pendapatan Belanja

Negara. Penerbitan Obligasi Negara merupakan bagian dari penerbitan Surat Berharga Negara (SBN), yaitu surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang Rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya (Kementerian Keuangan, 2002). Surat Berharga Negara (SBN) terdiri dari SUN dan Surat Berharga Syariah Negara. Sementara itu, Obligasi Negara adalah SUN yang diterbitkan dengan jangka waktu lebih dari satu tahun. Sebagaimana diketahui, selain dalam mata uang Rupiah, saat ini Pemerintah Indonesia telah menerbitkan SUN dalam denominasi *US Dollar*, *Japanese Yen*, dan *Euro*. Pemerintah juga berencana menerbitkan SUN berdenominasi *China Yuan* dalam rangka diversifikasi pembiayaan defisit APBN. Menurut data Kementerian Keuangan, jumlah *outstanding* SBN dan SUN pada akhir Januari 2016 adalah masing-masing sebesar Rp2.422 triliun dan Rp2.256 triliun dengan profil jatuh tempo SBN dirinci dalam Grafik 1.1 berikut ini.



Grafik 1.1 Profil Jatuh Tempo Utang Pemerintah Indonesia pada akhir Januari 2016

Sumber: Kementerian Keuangan (2016)

Bagi investor dalam negeri dan asing, Obligasi Negara adalah salah satu instrumen investasi yang menarik karena selain imbal hasil yang lebih atraktif dibandingkan instrumen pasar uang dan obligasi yang diterbitkan oleh negara lainnya, pembayaran bunga dan pokoknya dijamin oleh negara. Kebijakan suku bunga yang rendah oleh bank sentral negara utama seperti Amerika Serikat dan *Eurozone*, menjadi salah satu faktor pendorong investor asing menambah investasinya pada obligasi di kawasan negara berkembang termasuk Obligasi Negara. Menurut Bodie *et al.* (2009), instrumen obligasi atau *bonds* sering disebut sebagai *fixed-income capital market* karena sebagian besar obligasi menjanjikan aliran pendapatan yang tetap berupa kupon dalam periode tertentu yang jumlahnya tergantung pada formula yang telah ditetapkan. Sejalan dengan adanya aliran pendapatan yang tetap dengan tingkat kupon yang atraktif, porsi kepemilikan asing pada obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia menunjukkan tren yang meningkat sekitar dua kali lipat dalam periode tahun 2010 sampai dengan tahun 2015. Selain mendapatkan pendapatan yang tetap secara reguler dari kupon, tujuan dari berinvestasi pada obligasi adalah memperoleh potensi keuntungan dari apresiasi nilai pokok. Potensi keuntungan dari instrumen obligasi tergantung pada pergerakan imbal hasil atau *yield* obligasi tersebut.

Pada bulan September 2015, *yield* Obligasi Negara mengalami tekanan jual yang signifikan yang tercermin pada *yield* yang meningkat sehingga menyentuh level 9,42% dan 9,56% masing-masing untuk jangka waktu lima tahun dan 10 tahun. Menurut *Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA)* dalam *Press Release Monthly Bond Market Review September 2015*, peningkatan *yield* Obligasi Negara pada bulan September 2015 disebabkan oleh pelemahan nilai

tukar Rupiah terhadap *US Dollar*, keputusan bank sentral Amerika Serikat yang menunda kenaikan suku bunga, dan perlambatan ekonomi Tiongkok.

Menurut Poghosyan (2012), pada jangka panjang faktor-faktor yang menyebabkan pergerakan *yield* obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah negara maju (*advanced economies*) adalah tingkat rasio *Government Debt-to-GDP* dan pertumbuhan ekonomi. Pada jangka pendek, pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap *yield* obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah lebih lemah dan lebih dipengaruhi oleh rasio *Government Debt-to-GDP*, tingkat bunga *money market*, dan inflasi. Hasil penelitian Ichiue and Shimizu (2012) menyimpulkan bahwa kondisi fiskal pemerintah, jumlah pinjaman luar negeri, dan kondisi *demographics* secara signifikan mempengaruhi *long-term yield* obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah negara maju. Untuk *yield* obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah negara *EMEs* termasuk Indonesia, Jaramillo and Weber (2012) menemukan bahwa pada kondisi perekonomian yang normal, faktor penting yang mempengaruhi pergerakan *yield* adalah tingkat inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Namun pada masa krisis ekonomi, *yield* obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah negara *EMEs* lebih dipengaruhi oleh risiko *default* negara.

Sementara itu, untuk *yield* obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia, Sihombing *et al.* (2012) dalam penelitian pada periode Juli 2003 hingga Desember 2011 menyimpulkan bahwa inflasi Indonesia dan *BI rate* berpengaruh signifikan terhadap pergerakan *yield spread* obligasi pemerintah tenor 10 tahun dengan tiga bulan dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Variabel independen nilai tukar Rupiah terhadap *US Dollar* berpengaruh positif

yang signifikan pada level signifikansi sebesar 10% terhadap pergerakan *yield spread* obligasi pemerintah tenor 10 tahun dengan tiga bulan.

Penelitian ini akan melengkapi analisis dari peneliti sebelumnya dengan menggunakan faktor-faktor lain yang terkait dengan pembentukan *yield* obligasi pemerintah RI, antara lain faktor risiko yang dihadapi oleh investor, yaitu *country risk* dan faktor likuiditas obligasi Negara yang direfleksikan oleh pergerakan flows asing pada portofolio domestik.

## 1.2 Perumusan Masalah

Sehubungan dengan tujuan investor berinvestasi pada obligasi adalah mendapatkan pendapatan yang tetap secara reguler dari kupon dan potensi keuntungan dari apresiasi nilai pokok atau *capital gains*, maka investor perlu mencermati pergerakan *yield* obligasi tersebut. Menurut Fabozzi (2003), peningkatan *yield* obligasi menyebabkan investor mengalami potensi kerugian karena penurunan nilai pokok investasi atau *capital loss*. Sementara itu, menurut Mishkin (2014), faktor-faktor yang mempengaruhi pembentukan *yield* obligasi sesuai dengan *theory of asset demand* adalah *wealth*, *expected return*, *risk*, serta faktor *liquidity*. Berdasarkan uraian dimaksud, penulis merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Bagaimana perkembangan *yield* obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia periode tahun 2010-2015?
2. Apakah faktor-faktor yang mempengaruhi pembentukan *yield* Obligasi Negara yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia denominasi Rupiah jangka waktu atau tenor 10 tahun dalam periode 2010-2015?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan yang akan dicapai dengan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui perkembangan *yield* obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia periode tahun 2010-2015.
2. Untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi pembentukan *yield* Obligasi Negara yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia denominasi Rupiah jangka waktu 10 tahun dalam periode tahun 2010-2015.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan tujuan penelitian, penelitian ini diharapkan bermanfaat untuk beberapa pihak, diantaranya:

1. Regulator (Pemerintah Indonesia dan Bank Indonesia)

Penelitian ini dapat bermanfaat bagi Pemerintah Indonesia atau Bank Indonesia dalam penyusunan kebijakan fiskal atau moneter terkait upaya menjaga stabilnya kondisi pasar obligasi domestik melalui pemantauan faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga Obligasi Negara.

2. Pelaku Pasar atau Investor

Penelitian ini dapat bermanfaat untuk mengetahui kondisi dan perkembangan pasar obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia dan faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga obligasi tersebut sehingga secara praktis penelitian ini juga bermanfaat bagi investor sebagai salah satu pertimbangan investor dalam berinvestasi pada pasar obligasi.

### 3. Akademisi atau Peneliti Selanjutnya

Secara akademis, manfaat penelitian ini adalah dapat menambah khasanah dari ilmu mengenai pasar obligasi dan analisis faktor-faktor yang mempengaruhinya. Disamping itu, secara akademis, penelitian ini dapat bermanfaat untuk dijadikan dasar, ide atau perbandingan bagi penelitian selanjutnya, serta menambah wawasan terkait Obligasi Negara yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia.

## 1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Obyek yang digunakan dalam penelitian ini adalah Obligasi Negara dengan tenor 10 tahun yang merupakan obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia dalam mata uang Rupiah. Pertimbangan pemilihan tenor obligasi 10 tahun adalah karena minat investor yang relatif tinggi pada tenor ini serta mencerminkan *return* dari investasi jangka panjang. Investor asing cenderung menambah kepemilikannya pada SBN tenor jangka panjang, yaitu tenor 10 tahun dan lebih. Hal ini mencerminkan optimisme investor asing pada prospek perekonomian Indonesia dan juga didorong oleh harapan memperoleh *capital gain* karena volatilitas harga obligasi tenor jangka panjang lebih tinggi dibandingkan tenor jangka pendek.

Sementara itu, periode penelitian adalah enam tahun, yakni antara 2010-2015 dengan menggunakan data bulanan. Tahun awal 2010 dipilih karena pada tahun tersebut kondisi pasar Obligasi Negara dianggap sudah normal setelah melewati krisis keuangan global tahun 2008 yang dipicu oleh Amerika Serikat. Pembatasan periode waktu penelitian, yaitu tahun 2010-2015 berdasarkan pertimbangan bahwa dalam periode tersebut *yield* obligasi yang



diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia relatif berfluktuasi, dan dalam periode tersebut terjadi peningkatan minat investor asing sejalan dengan keputusan lembaga *rating Moody's yang meningkatkan rating foreign and local currency bond* yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia menjadi *investment grade*.

## 1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika yang digunakan dalam penulisan diawali dengan Bab 1 Pendahuluan yang mencakup latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan, ruang lingkup, dan sistematika penulisan yang digunakan dalam penelitian. Adapun Bab 2 penelitian ini menjelaskan studi literatur yang menjadi landasan teori dalam penelitian ini antara lain mengenai definisi obligasi, *yield*, *yield curve*, faktor-faktor yang mempengaruhi *demand* dan *supply* obligasi, dan penelitian terdahulu yang mempelajari tentang pembentukan *yield* obligasi. Penjelasan mengenai data atau variabel yang digunakan dalam penelitian, metode pengolahan data, penyusunan model penelitian, dan hipotesis penelitian terdapat pada Bab 3 Metode Penelitian. Bab selanjutnya adalah Bab 4 Pembahasan yang memaparkan mengenai perkembangan pasar Obligasi Negara dan memberikan analisis faktor-faktor yang mempengaruhinya. Pada bagian akhir penelitian ini, Bab 5 Kesimpulan Dan Saran memaparkan kesimpulan penelitian dan memberikan rekomendasi terkait analisis faktor-faktor yang mempengaruhi pembentukan *yield* Obligasi Negara.