

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Usaha para ekonom untuk menemukan variabel-variabel ekonomi yang dapat dipergunakan untuk memprediksi perekonomian di masa mendatang telah dilakukan sejak lama. Salah satu variabel yang banyak dipergunakan sebagai alat prediksi kegiatan perekonomian riil di masa mendatang adalah tingkat bunga obligasi. Peranan tingkat bunga obligasi ini semakin meningkat seiring dengan semakin berkembangnya pasar finansial di dalam perekonomian dunia. Tingkat bunga dan *spread* tingkat bunga antar obligasi dengan waktu jatuh tempo yang berbeda telah menjadi bahan pengamatan yang menarik bagi para ahli ekonomi, analis pasar, maupun para pembuat kebijakan.

Kurva *yield*, yang merupakan kurva yang menggambarkan hubungan tingkat bunga obligasi dengan waktu jatuh temponya, selalu menjadi perhatian dari seluruh *stake holder* pada pasar keuangan. Pada saat-saat tertentu kurva *yield* akan berbentuk *upward sloping* (naik keatas) yang menggambarkan bahwa *yield* untuk obligasi dengan waktu jatuh tempo lebih panjang lebih tinggi dari *yield* untuk obligasi dengan waktu jatuh tempo lebih pendek. Bentuk *upward sloping* ini adalah bentuk yang paling umum terjadi. Akan tetapi ada saatnya kurva *yield* akan berbentuk *downward sloping/inverted* (turun kebawah), atau mungkin berbentuk *flat* (tetap), atau polanya akan berbentuk *humped* dimana pola kurva ini adalah gabungan antara *upward sloping* dengan *downward sloping* secara bersamaan. Selisih antara tingkat bunga obligasi jangka pendek dengan tingkat bunga obligasi jangka panjang ini dianggap dapat menggambarkan perekonomian masa mendatang.

Besaran selisih tingkat bunga dari obligasi yang paling likuid (jangka pendek) dengan tingkat bunga obligasi yang umumnya dijadikan acuan (obligasi dengan tenor 10 tahun) atau yang biasa disebut *yield spread* adalah ditentukan oleh ekspektasi pasar finansial terhadap besaran tingkat bunga jangka pendek untuk masa mendatang dan juga besaran tingkat bunga untuk mengoffset risiko finansial masa mendatang (*risk premium*). Hubungan antara *yield spread* dengan kegiatan

ekonomi riil dimasa mendatang dapat dipahami dalam pengertian fungsi *yield spread* sebagai sinyal tingkat bunga jangka pendek yang diharapkan dimasa mendatang (*The Expectation Effect*), atau sebagai sinyal adanya perubahan *risk premium* (*The Term Premium Effect*).

Pada saat Bank Sentral mengeluarkan kebijakan yang bersifat kontraktif, para pelaku pasar akan memiliki ekspektasi bahwa kebijakan moneter ketat akan meningkatkan suku bunga jangka pendek. Jika tingkat bunga jangka pendek saat ini lebih tinggi dari ekspektasi tingkat bunga jangka pendek masa mendatang, maka hal ini akan diartikan bahwa dalam jangka panjang, peningkatan suku bunga tidak akan sebesar suku bunga jangka pendek, sebagaimana yang kita ketahui dari teori ekspektasi. Kebijakan ini akan menyebabkan *yield spread* mengecil. Kebijakan moneter yang kontraktif pada umumnya juga akan menyebabkan masyarakat mengurangi pembelanjaan atau konsumsi pada sektor-sektor perekonomian yang sensitif terhadap perubahan suku bunga, sehingga pada akhirnya akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi akan melambat. Pada saat Bank Sentral mengeluarkan kebijakan moneter yang ekspansif, maka sebagai kebalikan dari kebijakan kontraktif, akan menyebabkan *yield spread* meningkat, dan akan memberikan sinyal serta ekspektasi bahwa pada masa mendatang pertumbuhan ekonomi akan meningkat lebih cepat. Sesuai dengan skenario tersebut, hubungan positif antara *yield spread* dan tingkat pertumbuhan perekonomian masa mendatang merupakan penjelasan atas teori ekspektasi dan pengaruh langsung dari kebijakan moneter.

Ekspektasi pasar terhadap pertumbuhan perekonomian dimasa mendatang juga dapat direfleksikan dalam *yield spread* melalui ekspektasi perubahan tingkat bunga jangka pendek dimasa mendatang. Apabila pelaku pasar memperkirakan akan adanya *booming* dalam perekonomian dan memiliki ekspektasi akan adanya peningkatan dalam Tingkat Pengembalian Investasi, maka mereka akan memperkirakan bahwa tingkat bunga jangka pendek dimasa mendatang akan meningkat melampaui tingkat bunga jangka pendek saat ini, dan tingkat bunga obligasi jangka panjang akan meningkat secara relatif terhadap tingkat bunga jangka pendek.

Para ekonom sepakat tentang pentingnya pertumbuhan ekonomi. Studi tentang pertumbuhan ekonomi dimulai dengan model pertumbuhan neoklasik dari

Solow pada tahun 1950-an dan Cass-Koopmans pada tahun 1960-an. Namun setelah akhir tahun 1960-an, studi tentang pertumbuhan ekonomi yang belum merupakan disiplin ilmu tersendiri, kurang mendapat perhatian. Setelah tertinggal hampir selama dua dekade, pertumbuhan ekonomi kembali menjadi perhatian para peneliti ekonomi pada pertengahan dekade 1980-an. Penelitian pada pertengahan tahun 1980-an dimulai dengan model-model determinasi pertumbuhan endogen jangka panjang (*the determination of long run growth*), yang sekarang dikenal sebagai teori pertumbuhan endogen (*Endogenous Growth Theory*).

Teori pertumbuhan endogen dimulai dengan karya Baumol (1986), Romer (1986) dan Lucas (1988). Selanjutnya studi tentang pertumbuhan ekonomi sangat beragam pendekatannya, mulai dari yang bersifat teknis dan rumit (Barro dan Sala-i-Martin, 1992 dan 1995), kesejarahan (Taylor dan Williamson, 1997 dan selanjutnya) sampai pada pendekatan globalisasi (Sachs dan Warner, 1995).

Ada dua paradigma yang muncul dalam studi pertumbuhan ekonomi, yaitu paradigma konvergensi ekonomi dan paradigma pertumbuhan ekonomi endogen (*Endogenous Economic Growth*). Paradigma konvergensi ekonomi mengatakan bahwa negara atau daerah yang miskin bisa mengejar negara atau daerah yang kaya karena pertumbuhan ekonomi negara miskin yang tinggi (Baumol, 1986; Abramovitz, 1986; Mankiw, et al, 1992; dan Barro dan Salla-I-Martin, 1992). Asumsi dari paradigma ini adalah produksi yang bersifat *constant returns* dan *diminishing marginal productivity*. Sedangkan pertumbuhan ekonomi endogen menyatakan bahwa konvergensi ekonomi tidak akan terjadi karena pertumbuhan ekonomi bersifat *increasing returns*, ketiadaan *diminishing returns to capital*, dan adanya kemampuan mengakumulasi ide-ide baru (Romer, 1986).

Kebijakan ekonomi yang ditempuh oleh pemerintahan Indonesia mengalami pasang surut dan berbagai perubahan seiring dengan adanya beberapa pergantian rezim pemerintahan. Pada masa orde baru, pemerintah melakukan banyak koreksi atas kebijakan yang ditempuh oleh rezim pemerintahan sebelumnya terutama yang paling terlihat adalah adanya upaya untuk memajukan sektor finansial dan perbankan dalam negeri untuk meningkatkan kapasitas tabungan nasional dan sumber pembiayaan pembangunan. Berbagai kebijakan dalam dunia perbankan berhasil meningkatkan jumlah bank yang beroperasi di Indonesia, baik bank milik

pemerintah, swasta, maupun bank asing. Berbagai kebijakan penyesuaian pun dilakukan pemerintah terhadap dunia perbankan untuk mengantisipasi perubahan perekonomian dalam negeri dan dunia. Salah satu kebijakan yang cukup terkenal dalam dunia perbankan Indonesia adalah kebijakan deregulasi perbankan yang ditempuh dengan tujuan untuk semakin meningkatkan kapasitas pendanaan perbankan terhadap investasi di Indonesia. Dampak kebijakan deregulasi perbankan ini dapat kita lihat pada tabel 1.1. berikut ini, :

Tabel 1.1. Dampak Deregulasi Perbankan di Indonesia, 1983-1997

Indikator	Periode	Periode	Periode	Periode
	1973 - 1983	1983 - 1988	1988 - 1990	1990 - 1997
Tkt Bunga Riil (%)	-8,9	-4,6	9	7,6
M2/PDB (%)	12,8	17,5	27	49,7
Investasi/PDB (%)	15,8	28,4	28,6	33,1
Tingkat Inflasi (%)	18,5	11	7,2	8,1

Sumber : Gunawan, Anton H., Thia Jasmina, dan Siswa Rizali, 1998, *Rehabilitasi dan Restrukturisasi Perbankan Dalam Rangka Pemulihan Ekonomi Indonesia*. LPEM-FEUI

Berdasarkan Tabel 1.1. di atas terlihat bahwa sejak deregulasi perbankan tahun 1983 dan tahun 1988, tingkat bunga riil menjadi positif dari -8,9% pada periode sebelum 1983 menjadi 7,6% pada periode 1990-1997. Bahkan tingkat bunga riil sempat mencapai angka 9% pada awal paket kebijakan deregulasi perbankan 1988. Demikian pula indikator M2/PDB yang merupakan *financial deepening* perekonomian Indonesia mengalami peningkatan tajam dari 12,8% pada periode 1973-1983 menjadi 49,7% pada periode 1990-1997. Indikator Investasi/PDB yang juga mengalami peningkatan yang signifikan. Jadi tingkat suku bunga riil yang positif ternyata meningkatkan tabungan domestik dan investasi.

Beberapa penelitian, seperti yang dilakukan oleh Freddy Danny (2001) menyimpulkan bahwa apabila ditinjau dari kerangka teori dari kebijakan ini, pada periode itu pemerintah Indonesia menempuh kebijakan di sektor keuangan dengan kerangka paradigma *Financial Liberalization* (McKinnon, 1973) yang dalam beberapa hal merupakan perekonomian *supply-side* yang memiliki proposisi sebagai berikut :

1. Tingkat bunga deposito riil positif akan meningkatkan tingkat tabungan.
2. Pendalaman finansial (*financial deepening*) dan pertumbuhan ekonomi berhubungan secara positif.
3. Peningkatan tingkat bunga deposito riil akan meningkatkan investasi.
4. Peningkatan tingkat bunga deposito riil akan mempromosikan pertumbuhan ekonomi.

Inti dari paradigma *financial liberalization* adalah peningkatan tingkat bunga deposito riil positif yang akan meningkatkan tingkat tabungan dan selanjutnya akan meningkatkan investasi. Peningkatan investasi pada gilirannya akan mempromosikan pertumbuhan ekonomi.

Seiring dengan perkembangan perekonomian Indonesia dan dunia saat ini, dimana perkembangan pasar finansial sudah sangat pesat, baik dalam nilai kapitalisasi maupun keragaman produk yang diperdagangkan, tentu akan membawa dampak terjadinya perubahan dalam karakteristik perekonomian Indonesia dan dunia. Teknologi informasi yang berkembang sangat cepat telah menyatukan pasar finansial di seluruh negara di dunia menjadi satu pasar global yang saling mempengaruhi dan terhubung sehingga pemahaman dalam paradigma pertumbuhan ekonomi harus disesuaikan lagi dengan perkembangan terbaru.

#### **1.1.1. Perkembangan variable ekonomi dan penerbitan obligasi**

Penerbitan obligasi negara selain untuk tujuan menambah dana dalam rangka pemulihan ekonomi pada saat krisis, juga merupakan upaya pemerintah untuk menyediakan alternative baru bagi para investor dalam menanamkan modalnya. Jadi fungsi obligasi selain merupakan instrumen sumber dana bagi pemerintah juga merupakan alternative lain bagi investor untuk melakukan investasi.

Obligasi yang diterbitkan pemerintah diperdagangkan pada 2 (dua) pasar, yaitu pasar perdana dan pasar sekunder. Pasar perdana adalah pasar perdagangan saat pertama kali obligasi diterbitkan, sedangkan pasar sekunder adalah perdagangan obligasi yang sebelumnya telah diperdagangkan di pasar perdana (perdagangan kedua dan seterusnya). Di pasar sekunder inilah terjadi untung atau rugi bagi pemegang obligasi, karena harga obligasi dapat sama dengan nilai nominalnya (*at par*), atau dibawah nilai nominalnya (*at discount*) atau diatas nilai

nominalnya (*at premium*). Transaksi perdagangan obligasi negara di pasar sekunder dapat kita lihat pada tabel berikut ini :

Tabel 1.2. Perdagangan Obligasi Negara Domestik di Pasar Sekunder

(Juta Rupiah)

Tahun	Masa Jatuh Tempo						Total
	< 5 Tahun	(%)	5 s.d. 7 Thn	(%)	> 7 Tahun	(%)	
2000	17,392,220	62.32	0	0.00	10,513,600	37.68	27,905,820
2001	52,516,286	79.30	7,241,250	10.93	6,464,575	9.76	66,222,111
2002	108,493,900	82.85	21,952,026	16.76	508,570	0.39	130,954,496
2003	212,100,326	62.81	88,127,802	26.10	37,470,041	11.10	337,698,169
2004	208,123,053	40.53	150,208,041	29.25	155,205,174	30.22	513,536,268
2005	373,051,737	60.22	87,890,748	14.19	158,582,469	25.60	619,524,954
2006	290,842,557	35.47	169,274,380	20.64	359,936,172	43.89	820,053,109
2007	256,184,296	17.58	205,815,941	14.13	994,994,993	68.29	1,456,995,230
2008	292,089,523	28.01	224,074,635	21.49	526,530,305	50.50	1,042,694,463
2009	227,703,310	27.52	183,827,606	22.21	416,024,625	50.27	827,555,541

Sumber : Laporan Tahunan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, Kementerian Keuangan RI pada [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id)

Berdasarkan Tabel 1.2. di atas dapat kita lihat bahwa nilai transaksi perdagangan obligasi negara di pasar sekunder semakin meningkat pesat dari hanya Rp. 27,90 Triliun pada tahun 2000 menjadi Rp. 827,55 Triliun pada tahun 2009. Bahkan pada tahun 2007, nilai perdagangan obligasi negara di pasar sekunder mencapai puncaknya hingga Rp. 1.456,99 Triliun, akan tetapi sebagai imbas dari krisis finansial dunia yang bermula dari Amerika Serikat dan negara-negara eropa, maka peningkatan tajam nilai perdagangan dari tahun 2005 s.d. 2007 mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar obligasi negara sangat likuid sehingga sangat menarik bagi para investor. Fenomena lain yang menarik adalah adanya kecenderungan perubahan pola investasi dari investor dimana obligasi negara dengan masa jatuh tempo yang lebih panjang (diatas 7 tahun) semakin diminati dimana proporsi pada tahun 2001 hanya 9,76% meningkat tajam menjadi 50,27% pada tahun 2009. Hal ini menunjukkan adanya kepercayaan investor yang tinggi terhadap prospek perekonomian Indonesia dalam jangka panjang.

Semakin likuid suatu obligasi, maka akan semakin menarik bagi investor untuk menanamkan modalnya sehingga akan berpengaruh terhadap harga obligasi dan *yield* yang tercipta dipasar. Faktor-faktor lain yang mempengaruhi harga obligasi tersebut adalah tingkat kupon obligasi, suku bunga yang berlaku untuk instrumen sejenis di pasar keuangan, kredibilitas penerbit, dan likuiditas obligasi itu

sendiri. Selain itu, ekspektasi investor terhadap *yield* juga turut menentukan harga obligasi, sementara *yield* itu sendiri ditentukan antara harga obligasi dan tingkat kuponnya. Pada saat tingkat suku bunga yang berlaku meningkat, investor akan berekspektasi mendapatkan *yield* lebih tinggi, sehingga dengan kupon obligasi tetap akan mengakibatkan harga obligasi turun. Demikian juga sebaliknya, pada saat tingkat suku bunga yang berlaku menurun, maka ekspektasi *yield* investor akan menurun sehingga dengan kupon obligasi yang tetap akan mendorong harga obligasi meningkat.

Antara harga, besarnya kupon, dan *yield* saling berhubungan, yaitu obligasi akan dinilai sebesar nominalnya (*at par*) apabila kupon obligasi sesuai dengan ekspektasi *yield* investor. Apabila kupon obligasi berada dibawah ekspektasi *yield* investor, maka harga obligasi akan dibawah nilai nominalnya (*at discount*) dan apabila kupon obligasi berada diatas ekspektasi *yield* investor, maka harga obligasi akan lebih besar dari nilai nominalnya (*at premium*). Pasar obligasi yang memiliki fluktuasi harga yang besar menjadikan pemain atau investor cenderung melakukan perdagangan atau investasi berdasarkan spekulasi dibandingkan dengan berdasarkan analisa sehingga pasar dinilai kurang sehat dan beresiko tinggi yang bisa berakibat terhambatnya pertumbuhan pasar obligasi tersebut. Pasar obligasi yang sehat antara lain ditandai oleh fluktuasi harga yang rendah disertai dengan likuiditas yang tinggi.

Pada dasarnya seorang investor yang rasional akan berusaha melakukan investasi yang optimal, yaitu mengharapkan tingkat return maksimal pada tingkat resiko tertentu atau mengharapkan tingkat return tertentu pada tingkat resiko minimal. Melalui mekanisme pasar yang ada, harapan para investor tersebut akan tercermin pada permintaan dan penawaran surat berharga (khususnya obligasi) yang dilakukan para investor. Dalam usahanya mengambil keputusan ditengah usaha melakukan investasi yang optimal, para investor akan terlebih dahulu mengumpulkan informasi-informasi mengenai kondisi perekonomian sebuah negara guna mengukur resiko yang akan diambilnya. Informasi mengenai kondisi perekonomian tersebut salah satunya dapat dilihat melalui instrumen kebijakan sebagai alat dari kebijakan moneter pemerintah dalam rangka melaksanakan kebijakan stabilisasi.

Kebijakan moneter berupa perubahan BI rate, akan menyebabkan perubahan suku bunga SBI jangka pendek maupun jangka panjang yang kemudian akan mempengaruhi suku bunga deposito perbankan. Jika suku bunga deposito perbankan berubah, maka suku bunga kredit juga akan berubah. Dengan demikian, aktifitas perekonomian Indonesia juga akan ikut terpengaruh oleh perubahan suku bunga kredit tersebut.

Apabila bank sentral ingin melaksanakan kebijakan moneter yang bersifat kontraktif, maka bank sentral akan meningkatkan suku bunga BI rate. Peningkatan BI rate akan direspon dengan peningkatan SBI yang selanjutnya akan mengakibatkan suku bunga deposito akan meningkat dan suku bunga kredit juga ikut meningkat. Sebaliknya apabila bank sentral ingin melaksanakan kebijakan moneter yang bersifat ekspansif, maka bank sentral akan menurunkan suku bunga BI rate. Akibatnya suku bunga SBI akan turun yang berakibat bunga deposito juga akan menurun dan suku bunga kredit juga akan menurun. Diharapkan aktifitas perekonomian Indonesia akan meningkat karena rendahnya suku bunga dan tingginya ketersediaan kredit oleh pihak perbankan serta tersedianya dana yang signifikan di pasar keuangan.

Pada pasar obligasi khususnya obligasi pemerintah, peningkatan harga obligasi berhubungan negatif dengan tingkat *yield* yang akan terbentuk di pasar. Tinggi rendahnya tingkat bunga deposito sebagai produk substitusi investasi pada obligasi adalah salah satu faktor yang mempengaruhi harga dan *yield* obligasi. Semakin rendah tingkat bunga deposito akan menyebabkan harga obligasi meningkat. Perluasan segmentasi kepemilikan obligasi pemerintah mencerminkan peningkatan permintaan terhadap obligasi sehingga harga obligasi akan naik dan *yield* akan menurun. Lembaga-lembaga non bank yang merupakan sasaran potensial pemasaran produk obligasi adalah lembaga atau perorangan luar negeri, lembaga asuransi, reksadana, dana pensiun, perusahaan sekuritas dan lainnya.

Semenjak tahun 2002, industri reksadana Indonesia mengalami pertumbuhan yang signifikan setelah obligasi pemerintah mendapat kepercayaan dari investor maupun manajer investasi untuk digunakan sebagai underlying asset reksadana khususnya reksadana berpendapatan tetap. Nilai aktiva bersih reksadana mengalami pertumbuhan yang sangat signifikan dari Rp. 46,6 triliun pada akhir

tahun 2002 menjadi Rp. 81,3 triliun pada akhir tahun 2003. Perkembangan reksadana ini terutama didorong oleh reksadana dengan underlying portfolio obligasi pemerintah khususnya obligasi rekapitulasi perbankan. Terjadi perubahan posisi kepemilikan obligasi pemerintah (termasuk obligasi rekap) yang sangat signifikan, dari perbankan ke perusahaan reksadana.

Berdasarkan data kepemilikan SBN pada lembaga non bank dalam beberapa tahun terakhir, dapat kita lihat adanya peningkatan yang cukup stabil pada kepemilikan oleh lembaga pengelola reksadana di Indonesia yang menempati peringkat ketiga setelah kepemilikan oleh asing, dan kepemilikan oleh lembaga asuransi. Volume obligasi yang dimiliki oleh lembaga pengelola reksadana mencapai Rp. 46.51 Triliun per Mei 2010 dibandingkan Rp. 26.33 Triliun pada tahun 2007. Data kepemilikan SBN dapat kita lihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 1.3. Data Kepemilikan SBN Pada Lembaga Non Bank  
Yang Dapat Diperdagangkan

Triliun Rp.

Lembaga	2007	2008	Maret 2009	Juni 2009	Des 2009	Maret 2010	Mei 2010
Non-Banks	194.24	243.93	246.21	256.96	304.88	336.71	351.37
Mutual Funds	26.33	33.11	35.19	36.02	45.22	44.18	46.51
Insurance	43.47	55.83	60.25	61.75	72.58	78.04	77.09
Foreign	78.16	87.61	79.83	87.15	108.00	132.46	144.31
Pension Fund	25.50	32.98	34.52	34.38	37.50	37.24	37.45
Securities	0.28	0.53	0.53	0.62	0.46	0.42	0.26
Others	20.50	35.89	35.89	37.04	41.12	44.37	45.75

Sumber : Laporan Bulanan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, Kementerian Keuangan RI pada [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id)

Ini menunjukkan bahwa obligasi yang semula diterbitkan dengan tujuan meningkatkan modal bank, telah menjadi instrumen likuid yang dapat diperdagangkan di pasar modal indonesia sehingga menambah instrumen investasi yang ada.

Obligasi pemerintah juga telah menjadi salah satu alternatif bagi kalangan perbankan dalam menempatkan kelebihan likuiditasnya ditengah adanya kekhawatiran tentang resiko dalam penyaluran kredit secara langsung ke sektor riil

yang tercermin dalam tingginya tingkat bunga kredit perbankan, maupun dalam penempatan pada instrumen investasi lainnya. Hal ini juga tidak terlepas dari tingginya *yield* yang bisa diperoleh dari obligasi pemerintah. Pergerakan jumlah obligasi pemerintah yang dimiliki kalangan perbankan dapat kita lihat dalam tabel 1.4. berikut ini :

Tabel 1.4. Data Kepemilikan SBN Pada Lembaga Bank  
Yang Dapat Diperdagangkan

Triliun Rp.

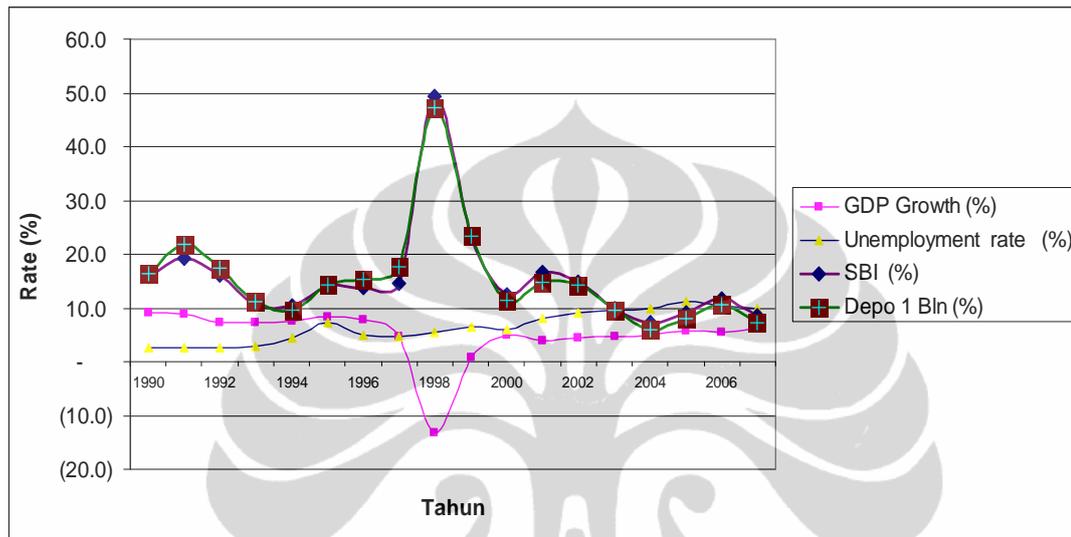
Lembaga	2007	2008	Maret 2009	Juni 2009	Des 2009	Maret 2010	April 2010
Banks	268.64	258.75	279.11	272.16	254.36	237.74	236.03
State Owned Rekap	154.67	144.72	154.08	146.26	144.19	141.03	143.98
Private Banks							
Rekap.	72.63	61.67	66.45	65.26	59.98	54.32	55.08
Non Rekap. Banks	35.37	45.17	49.36	52.83	42.40	36.78	32.13
Regional Govt.							
Banks	5.97	6.50	8.45	7.04	6.02	3.62	2.53
Syariah Banks		0.69	0.77	0.77	1.77	1.99	2.31
BI	14.86	23.01	21.32	24.11	22.50	18.71	17.83

Sumber : Laporan Bulanan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, Kementerian Keuangan RI pada [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id)

Berdasarkan tabel diatas, dapat kita lihat bahwa kepemilikan obligasi pemerintah di kalangan perbankan hingga April 2010 mencapai Rp. 236.03 triliun, suatu angka yang cukup besar. Pada saat yang sama, total kredit yang disalurkan kalangan perbankan mencapai Rp. 1.450 triliun. Besarnya dana perbankan yang ditempatkan pada obligasi pemerintah bisa meningkat dimasa mendatang mengingat kecenderungan pemerintah yang akan semakin menggali sumber-sumber pendanaan domestik dalam membiayai deficit fiskalnya sehingga penawaran obligasi cenderung meningkat, sementara itu penyaluran kredit ke sektor riil dianggap masih memiliki resiko yang cukup tinggi.

Membbaiknya industri pasar modal khususnya IHSG dan obligasi tidak terlepas dari kondisi perbaikan ekonomi pada saat itu. Inflasi yang stabil pada kisaran +/- 6% pertahun (tahun 2000) memberikan kesempatan bagi otoritas moneter untuk menurunkan tingkat suku bunga SBI pada kisaran 10% pertahun. Selain itu nilai tukar yang stabil, meningkatnya permintaan dalam negeri (baik konsumsi dan investasi) juga turut memberikan kontribusi bagi pertumbuhan ekonomi, dan pengurangan tingkat pengangguran.

Sebagai hasilnya, semenjak pertengahan tahun 2000, kondisi perekonomian membaik yang ditandai dengan pertumbuhan ekonomi yang meningkat menjadi +-4% dari yang sebelumnya, minus 13% pada saat krisis ekonomi tahun 1997. Demikian pula pada indikator-indikator perekonomian yang lainnya. Pergerakan kondisi perekonomian Indonesia dapat kita lihat pada gambar sebagaimana terlihat dibawah ini;



Sumber : ADB Key Indicators for Asia and the Pacific 2008 (diolah) pada [www.adb.org/statistics](http://www.adb.org/statistics)

Gambar 1.1. Hubungan antara bunga SBI dan Deposito dengan Pertumbuhan Ekonomi dan Tingkat Pengangguran

## 1.2. Perumusan Masalah

Peranan penggunaan spread antara *yield* dari instrumen investasi bebas resiko seperti obligasi negara dengan masa jatuh tempo yang panjang (biasanya 10 tahun) dengan instrumen sejenis jangka pendek (misalnya untuk jangka waktu 1 bulan) sebagai alat untuk memprediksi aktifitas perekonomian riil merupakan hal yang sangat menarik dan telah menjadi obyek penelitian yang banyak dilakukan di negara-negara Eropa dan Amerika. Kebijakan pemerintah Indonesia dalam hal ekspansi fiskal dengan menutup defisit anggaran melalui penerbitan obligasi dan menawarkannya ke pasar domestik maupun internasional telah membuat peranan obligasi negara semakin meningkat. Meskipun obligasi negara merupakan salah satu instrumen investasi yang relatif masih baru di Indonesia, akan tetapi mengingat nilai perdagangan yang sangat besar dan sifatnya likuid menyebabkan pergerakan dari harga dan *yield* obligasi harus dicermati oleh pelaku pasar maupun pengambil

kebijakan ekonomi. Hal ini semakin diperkuat dengan kandungan informasi yang diyakini terdapat dalam harga dan *yield* obligasi pemerintah tersebut.

Sehubungan dengan latar belakang yang telah diungkapkan di subbab sebelumnya, permasalahan yang akan dirumuskan dalam penelitian ini adalah :

1. Bagaimana hubungan antara *interest rate spread* antar instrumen dengan tenor yang berbeda di Indonesia, dengan aktifitas perekonomian riil yang menggunakan proksi pertumbuhan ekonomi, apakah pola hubungannya juga sama dibandingkan dengan hasil penelitian Arture Estrella, Frederic S. Mishkin dan beberapa penelitian lainnya di negara Amerika Serikat dan Eropa?
2. Apakah *interest rate spread* di Indonesia juga merupakan prediktor yang cukup akurat untuk memprediksi perekonomian mendatang.
3. Seberapa lama waktu yang dibutuhkan oleh sinyal dalam pasar finansial di Indonesia berpengaruh secara riil dalam perekonomian.

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Penelitian dan penulisan tesis ini bertujuan untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan sebagai berikut :

1. Dalam kaitannya dengan pertumbuhan ekonomi, apakah *interest rate spread* antar instrumen dengan tenor yang berbeda di Indonesia juga memiliki pola hubungan yang sama dibandingkan dengan hasil penelitian Arture Estrella, Frederic S. Mishkin dan beberapa penelitian lainnya di negara Amerika Serikat dan Eropa?
2. Apakah *interest rate spread* di Indonesia juga merupakan prediktor yang akurat untuk memprediksi perekonomian mendatang.
3. Seberapa lama waktu yang dibutuhkan oleh sinyal dalam pasar finansial di Indonesia berpengaruh secara riil dalam perekonomian.

### **1.4. Manfaat Penelitian**

Penelitian dan penulisan tesis ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

1. Bagi penulis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan pengetahuan dan pengalaman dalam pengembangan proses berfikir secara

ilmiah dan analitik khususnya dalam kaitan dengan kekhususan Ekonomi Keuangan dan Perbankan.

2. Bagi kalangan akademis, penelitian ini diharapkan dapat mendukung penelitian-penelitian lain yang sejenis tentang *term structure of interest rate*.
3. Bagi para pengambil kebijakan, penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran yang berguna bagi proses pengambilan kebijakan di sektor moneter dan fiskal khususnya tentang peranan *term structure of interest rate* dalam memprediksi aktifitas perekonomian riil.

### 1.5. Hipotesa Awal

Dalam penelitian ini, hipotesa yang akan dikemukakan terkait penggunaan model-model persamaan yang ditujukan untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan diatas dengan menggunakan studi kasus di Indonesia adalah :

1. *Interest rate spread* antara obligasi jangka panjang dengan suku bunga instrumen jangka pendek diduga dapat dipergunakan sebagai alat untuk melakukan peramalan secara efektif tentang pertumbuhan GDP riil di masa mendatang, dimana *interest rate spread* berhubungan positif dengan pertumbuhan.
2. Meskipun *interest rate spread* merupakan salah satu variabel penting tetapi diduga terdapat variabel-variabel lain yang juga mampu memberikan tambahan informasi penting bagi peramalan pertumbuhan GDP riil masa mendatang.

### 1.6. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam tesis ini adalah sebagai berikut:

- Bab I   Pendahuluan, terdiri dari latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, hipotesa awal, dan sistematika penulisan.
- Bab II   Tinjauan Pustaka, terdiri dari teori tentang pertumbuhan ekonomi, *yield curve* dan peranannya dalam perekonomian, teori mekanisme transmisi kebijakan moneter dan pasar keuangan, serta penelitian sebelumnya.

- Bab III Metodologi Penelitian, terdiri dari obyek penelitian dan sampel penelitian, diagram alur metode penelitian, spesifikasi model dan definisi variabel, jenis dan sumber data, serta metode analisis data.
- Bab IV Hasil Penelitian dan Pembahasan, terdiri dari perkembangan variabel perekonomian dalam periode penelitian, analisis kuantitatif, yang meliputi uji stasioneritas data (uji akar unit), hasil uji kointegrasi, hasil estimasi model dan pengujian hipotesis yang terdiri dari uji t, uji F dan uji goodness of fit ( $R^2$ ), pengujian asumsi dasar OLS yang meliputi uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinearitas, kemudian interpretasi hasil estimasi, uji keakuratan peramalan hasil estimasi, dan analisis ekonomi.
- Bab V Kesimpulan dan Rekomendasi Kebijakan, terdiri dari kesimpulan, rekomendasi kebijakan, dan keterbatasan penelitian serta penelitian selanjutnya.

