

ANALISIS FAKTOR FUNDAMENTAL EKONOMI YANG MEMPENGARUHI RISIKO PINJAMAN LUAR NEGERI INDONESIA

Eka Budiyanthi *

Lisnawati **

Abstract

In general, market participants using financial market indicator in measuring investment risk in the financial markets of a country. One factor that may investors be considered in investing at another country is the country's economic fundamentals of debt issuer. In this case, the study will be conducted to determine the fundamental macroeconomic factors that influence to external debt risk. Buy using monthly data for period of 2005 until 2008, the result show that there are some significant factors that influence these indicators. The factors are current account per GDP and fiscal balance per GDP. Although based on empirical test result there are not all macroeconomic fundamentals significant, these factors should always be noted because basically these factors indicate the condition of Indonesia's economic fundamentals.

Kata Kunci: Indikator Keuangan, Makro Ekonomi Fundamental, Yield.

I. Pendahuluan

A. Latar Belakang

Utang atau pinjaman luar negeri (PLN) merupakan unsur yang tak terpisahkan dari proses pembiayaan pembangunan bagi Indonesia dan negara berkembang lainnya. Pada umumnya, sumber dana dalam negeri yang diperoleh dari berbagai jenis pajak, devisa hasil ekspor, dan dana internal lainnya masih terbatas jumlahnya. Tentunya hal ini belum mencukupi kebutuhan pembangunan yang sedemikian besarnya sehingga harus dicukupi dengan pinjaman luar negeri. Pemerintah seringkali menghadapi suatu masalah dimana pengeluaran mereka lebih besar daripada pemasukan pajaknya maka guna menutupi kekurangan ini dibutuhkan pinjaman. Pemerintah juga melakukan peminjaman bagi keperluan badan usaha milik negara (BUMN), pemerintah daerah, otoritas setempat dan sektor publik

* Kandidat Peneliti Setjen DPR RI Bidang Ekonomi dan Kebijakan Publik, email : eqa_blue@yahoo.com

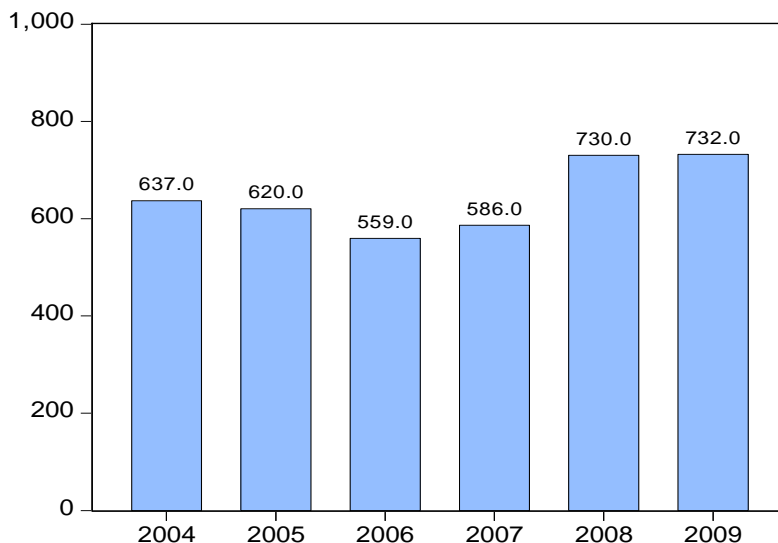
** Kandidat Peneliti Setjen DPR RI Bidang Ekonomi dan Kebijakan Publik, email : lisna2511@yahoo.com

lainnya. Peminjaman ini dilakukan dengan cara menerbitkan obligasi pemerintah.¹ Selain itu pinjaman luar negeri juga dibutuhkan untuk menutupi *savings investment gap*.

Jika pinjaman luar negeri tersebut dialokasikan atau dimanfaatkan sebaik-baiknya maka hal ini dapat membawa pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi dan mendorong peningkatan kesejahteraan rakyat. Sebaliknya, jika pengalokasian yang ada tidak tepat dan tidak sesuai dengan prioritas, pinjaman luar negeri tersebut justru akan membawa masalah bagi ekonomi makro Indonesia dan tentunya semakin meningkatkan beban pembayaran pinjaman luar negeri Indonesia.

Perkembangan pinjaman luar negeri Indonesia sejak tahun 2004 hingga 2009 mengalami fluktuasi yang cukup signifikan (Grafik 1). Walaupun posisi pinjaman luar negeri Indonesia sempat menurun pada tahun 2006 tetapi secara keseluruhan jumlah pinjaman luar negeri semakin meningkat. Peningkatan jumlah pinjaman luar negeri yang cukup signifikan terjadi pada tahun 2008, yaitu meningkat sekitar 25% dibandingkan tahun sebelumnya. Jumlah pinjaman luar negeri pemerintah yang cenderung meningkat tersebut akan membebani APBN karena mengakibatkan adanya lonjakan dalam pembayaran cicilan pokok utang dan bunga setiap tahunnya.

Grafik 1 : Perkembangan Pinjaman Luar Negeri Indonesia tahun 2004-2009 (dalam triliun Rupiah)

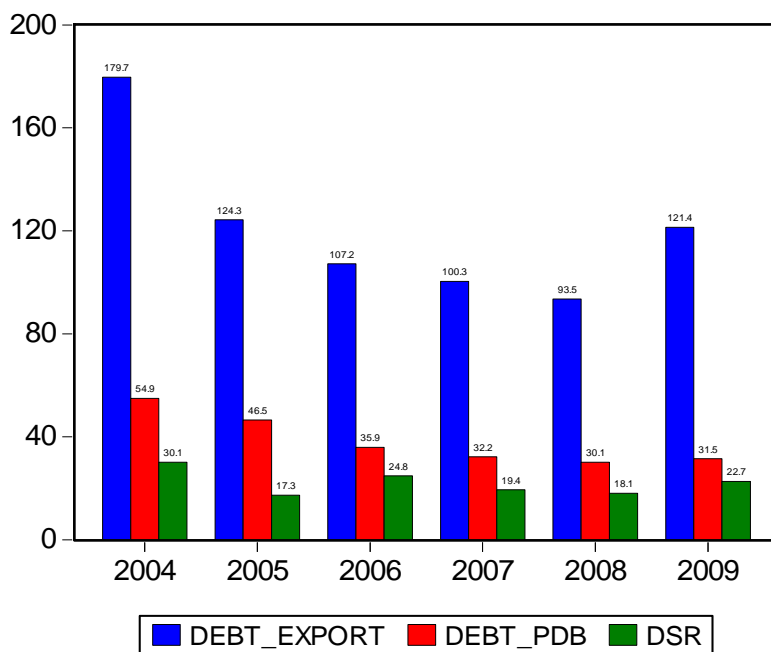


Sumber : Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Departemen Keuangan RI

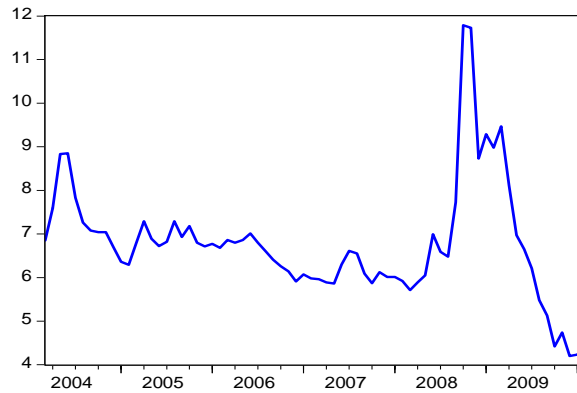
¹ Artikel non-personal, 2 April 2010, Wikipedia Bahasa Indonesia: "Pasar keuangan", http://id.wikipedia.org/wiki/Pasar_keuangan, diakses 5 April 2010.

Pada grafik 2 di bawah ini, dapat dilihat bahwa sejak tahun 2004 sampai dengan tahun 2008, *debt service ratio* (DSR) yang merupakan rasio yang menunjukkan berapa banyak jumlah pendapatan yang dibutuhkan dalam setahun untuk membayar total utang tahunan, terus mengalami penurunan. Hal ini menandakan kondisi Indonesia cukup stabil walaupun memiliki beban utang karena pemerintah masih mampu membayar beban dari biaya utang tersebut dengan pendapatan yang diperoleh. Tetapi pada tahun 2009, DSR semakin memburuk yang ditunjukkan dengan meningkatnya DSR sebesar 4,6%. Hal ini kemungkinan disebabkan jumlah utang yang semakin besar tidak diimbangi dengan pendapatan yang besar pula. Sama halnya dengan DSR, rasio utang luar negeri terhadap PDB juga terus mengalami penurunan sampai tahun 2008 yang kemudian mengalami sedikit peningkatan pada tahun 2009. Sedangkan rasio utang luar negeri terhadap ekspor cukup berfluktuasi. Pada tahun 2005 mengalami penurunan sebesar 55.4% tetapi pada tahun berikutnya mengalami kenaikan lagi.

Grafik 2 : Perkembangan Beberapa Rasio Pinjaman Luar Negeri Indonesia Tahun 2004-2009 (dalam Persen)



Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang

Grafik 3 : Perkembangan Yield Obligasi Global INDO'14

Sumber : Bank Indonesia

Terdapat beberapa indikator pasar keuangan yang sering digunakan oleh analis pasar keuangan atau investor dalam menilai pinjaman luar negeri suatu negara penerbit utang. Indikator-indikator tersebut secara umum memberikan gambaran atas pengelolaan pinjaman luar negeri suatu negara, dalam hal ini menunjukkan dengan baik tinggi rendahnya risiko gagal bayar. Beberapa indikator yang sering digunakan dalam lingkup internasional antara lain *yield* dari obligasi global pemerintah, *yield* dari obligasi global korporasi, *yield* komposit, *spread* atau penyebaran *Credit Default Swap* (CDS), *credit rating*, *credit worthiness*, dan rasio keuangan.² *Yield* dari suatu obligasi menggambarkan risiko gagal bayar (*default*) dari pemerintah atau negara penerbit utang dalam melakukan pembayaran bunga serta utang pokok pada waktu yang telah ditetapkan.

Dari grafik 3 di atas dapat dilihat perkembangan pergerakan *yield* obligasi global pemerintah Indonesia sejak pertengahan tahun 2004 hingga awal tahun 2010, terlihat bahwa telah terjadi lonjakan hebat pada periode September dan Oktober 2008 hampir sekitar dua kali lipat. Namun kondisi tersebut berangsur-angsur membaik yang ditunjukkan oleh trend penurunan angka indikator tersebut. Dan pada bulan Agustus 2009 mencapai level serupa seperti sebelum terjadinya lonjakan tersebut. Kondisi ini menunjukkan adanya perbaikan indikator pinjaman luar negeri Indonesia.

Kredit derivatif yang merupakan salah satu produk kredit terstruktur dan sekuritisasi, dianggap telah secara khusus berkontribusi menyebabkan terjadinya krisis global.³ Diantara produk derivatif, yang paling populer dan

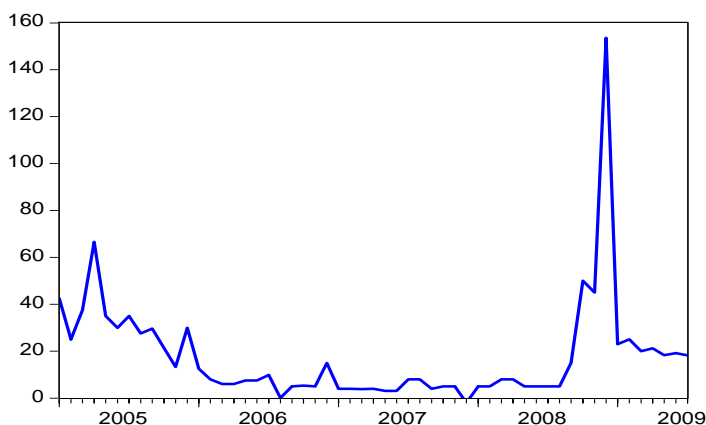
² Direktorat Internasional Bank Indonesia, 2009, "Indikator Pasar Keuangan Sebagai Alat Ukur performa Pembiayaan Luar Negeri Indonesia", Kajian Direktorat Internasional Bank Indonesia.

³ Longstaff F.A and Myers B., 2009. "Valuing toxic Assets: An Analysis of CDO equity", National Bureau of Economic Research.

banyak diminati oleh para investor adalah CDS. Oleh karena itu, adalah umum bagi pasar untuk membaca pergerakan CDS sebagai salah satu indikator yang menggambarkan risiko *default* negara. CDS adalah bentuk paling murni dari kredit derivatif yang menunjukkan risiko penerbit surat berharga khususnya negara berdasarkan besarnya jumlah kompensasi yang diharapkan pembeli surat berharga atas risiko yang mungkin dialami oleh penerbit. Grafik 4 menunjukkan perkembangan *yield* CDS, terlihat pada tahun 2005 mengalami sedikit peningkatan yang kemudian terus menurun sampai pertengahan tahun 2008. Lonjakan yang sangat signifikan terjadi pada pertengahan sampai akhir tahun 2008 yang disebabkan terjadinya krisis global.

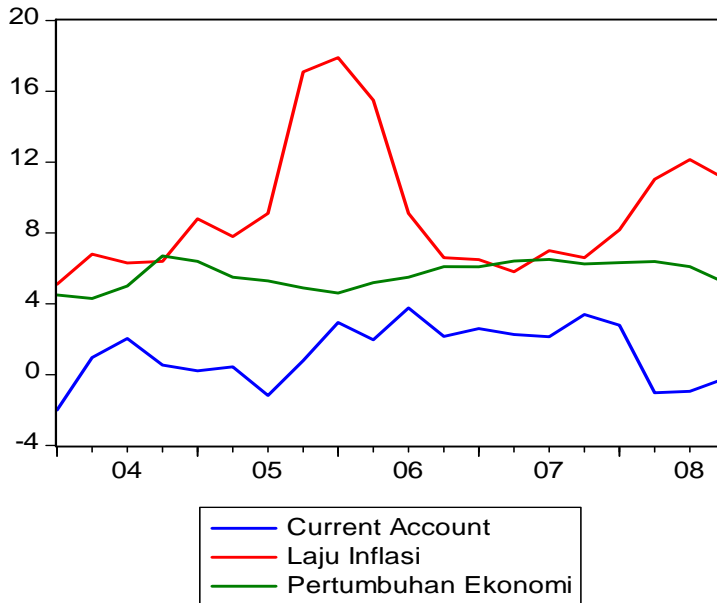
Berdasarkan kajian direktorat internasional Bank Indonesia tahun 2009, salah satu faktor yang diperhatikan investor dalam berinvestasi di negara lain adalah faktor fundamental ekonomi. Seiring dengan meningkatnya intensitas krisis finansial global, ketahanan perekonomian domestik dalam menghadapi imbas krisis tersebut akan sangat bergantung pada karakteristik perekonomian Indonesia yang tercermin dari perkembangan berbagai indikator makroekonomi dalam kurun waktu lima sampai sepuluh tahun terakhir. Sampai tahun 2008, tingkat pertumbuhan ekonomi domestik mulai meningkat secara bertahap dengan rata-rata sebesar 5,7% meskipun sempat mengalami penurunan pada akhir tahun 2005. Lain halnya dengan laju inflasi, semenjak pertengahan tahun 2005 sampai pertengahan tahun 2006 mengalami kenaikan yang cukup signifikan. Hal ini disebabkan kenaikan harga minyak dunia yang menyebabkan Pemerintah menaikkan harga BBM sebesar 126% dari harga normal. Berikut grafik perkembangan beberapa variabel makro di Indonesia sejak tahun 2004 sampai dengan tahun 2008.

Grafik 4. Perkembangan *Yield Spread Credit Default Swap (CDS)* Indonesia



Sumber: Bloomberg

Grafik 5 : Perkembangan beberapa variabel makro Indonesia (dalam persen)



Sumber: Bank Indonesia

Dalam hal ini pemerintah telah menyiapkan enam kebijakan pengelolaan utang guna mengantisipasi ketatnya likuiditas dan ketidakpastian pembiayaan dari pasar keuangan global pada tahun 2010. Salah satunya adalah menjaga kepercayaan para pelaku pasar domestik dengan meningkatkan konsistensi kebijakan fiskal dan moneter.⁴

B. Permasalahan

Dalam penelitian ini akan dilakukan uji empiris terhadap beberapa faktor fundamental makro ekonomi seperti inflasi, pertumbuhan ekonomi, neraca berjalan (*current account*) dan keseimbangan fiskal (*fiscal balance*) untuk mengetahui bagaimana pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap risiko pinjaman luar negeri Indonesia (*yield* obligasi global pemerintah).

⁴ Artikel non-personal, 2 April 2010, Bisnis Indonesia : RI Perkuat Kebijakan Utang Pinjaman Program Proyek Pada 2010 Bertambah US\$49 miliar, Bisnis Indonesia, http://www.pajak.go.id/index.php?option=com_content&view=article&id=10204:ri-perkuat-kebijakan-utang-pinjaman-program-proyek-pada-2010-bertambah-us49-miliar&catid=91:berita diakses 5 Maret 2010.

C. Tujuan Penulisan

Diharapkan dari hasil penelitian ini dapat menjawab beberapa permasalahan berikut :

- 1) Mengidentifikasi faktor-faktor yang dominan mempengaruhi *yield* obligasi global pemerintah.
- 2) Diharapkan faktor-faktor tersebut bisa menjadi pedoman atau acuan bagi pemerintah dalam memantau *yield* dari obligasi global pemerintah.

II. Kerangka Pemikiran

A. Pinjaman Luar Negeri Pemerintah Indonesia

Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI), pinjaman berarti utang yang dipinjam dari pihak lain dengan kewajiban membayar kembali. Sedangkan pinjaman luar negeri merupakan sejumlah dana yang diperoleh dari negara lain (bilateral) atau multilateral yang tercermin dalam neraca pembayaran untuk kegiatan investasi, menutup *saving investment gap* dan *foreign exchange gap* yang dilakukan baik oleh pemerintah maupun swasta.

Selain itu menurut SKB No. 185/KMK.03/1995 dan No KEP.031/KET/5/1995⁵ antara Menteri Keuangan dan Kepala Bappenas, pinjaman luar negeri merupakan penerimaan negara baik dalam bentuk devisa, dan atau devisa yang dirupiahkan maupun dalam bentuk barang dan atau jasa yang diperoleh dari pemberian pinjaman luar negeri yang harus dibayar kembali dengan persyaratan tertentu.

Pengertian utang atau pinjaman luar negeri berdasarkan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 2 Tahun 2006 tentang Tata Cara Pengadaan Pinjaman dan atau Penerimaan Hibah Serta Penerusan Pinjaman dan atau Hibah Luar Negeri adalah setiap penerimaan negara baik dalam bentuk devisa dan atau devisa yang dirupiahkan, rupiah, maupun dalam bentuk barang dan atau jasa yang diperoleh dari pemberi pinjaman luar negeri yang harus dibayar kembali dengan persyaratan tertentu.

Maka dapat disimpulkan bahwa pinjaman luar negeri pemerintah adalah utang yang dimiliki oleh pemerintah pusat, terdiri dari utang bilateral, multilateral, fasilitas kredit ekspor, komersial, *leasing* dan Surat Berharga Negara (SBN) yang diterbitkan di luar negeri dan dalam negeri yang dimiliki oleh bukan penduduk. SBN terdiri dari Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). SUN terdiri dari Obligasi Negara yang berjangka waktu lebih dari 12 bulan dan Surat Perbendaharaan Negara (SPN) yang berjangka waktu sampai dengan 12 bulan. SBSN terdiri dari SBSN jangka panjang (Ijarah *Fixed Rate* / IFR) dan Global Sukuk.

Pinjaman luar negeri bagi negara berkembang diperlukan sesuai dengan teori pembangunan dan teori pertumbuhan yaitu untuk melakukan

⁵ Surat Keputusan Bersama MENKEU dengan Ketua BAPPENAS No.185/KMK.03/1995 dan No.KEP.031/KET/5/1995 tentang Tata Cara Perencanaan, Pelaksanaan / Penatausahaan, dan Pemantauan Pinjaman / Hibah Luar Negeri dalam rangka Pelaksanaan APBN.

industrialisasi dan mempercepat laju pertumbuhan. Pembahasan tentang pinjaman luar negeri dapat dijelaskan dengan kerangka teori bahwa defisit pembiayaan investasi swasta terjadi karena tabungan lebih kecil dari investasi ($I - S = \text{resource gap}$), dan defisit perdagangan disebabkan karena ekspor lebih kecil dari impornya ($X - M = \text{trade gap}$). Disamping itu masih ada defisit investasi dalam anggaran pemerintah karena penerimaan pemerintah dari pajak lebih kecil dari pengeluaran pemerintah ($T - G = \text{fiscal gap}$).⁶

Todaro (1998)⁷ berpendapat bahwa akumulasi utang luar negeri merupakan suatu gejala umum yang wajar. Rendahnya tabungan dalam negeri tidak memungkinkan dilakukannya investasi secara memadai, sehingga pemerintah negara-negara berkembang harus menarik dana pinjaman dan investasi dari luar negeri. Bantuan luar negeri dapat memainkan peranan yang sangat penting dalam usaha negara yang bersangkutan guna mengurangi kendala utamanya yang berupa kekurangan devisa, serta untuk mempertinggi tingkat pertumbuhan ekonominya.

B. Risiko Pinjaman Luar Negeri

Risiko merupakan kerugian yang mungkin timbul akibat dari suatu kondisi dan dapat menimbulkan kerugian. Risiko sulit untuk dihindari dalam pengelolaan utang. Risiko dapat muncul akibat lebih besarnya biaya aktual yang terjadi dalam pengelolaan utang dibandingkan dengan biaya yang semula diperkirakan. Risiko disebut juga sebagai tingkat ketidakpastian *return* yang akan diterima investor atas asetnya. Dalam manajemen *debt portfolio*, risiko sebenarnya adalah peluang terjadinya kerugian yang dapat ditoleransi oleh pembuat kebijakan untuk memformulasikan *portfolio* yang optimal yaitu portofolio yang memberikan risiko paling kecil pada tingkat *return* yang diharapkan atau yang memberikan *return* paling tinggi pada tingkat risiko tertentu.⁸

Dalam pelaksanaan strategi pinjaman luar negeri tersebut, pemerintah menemukan berbagai permasalahan utang terutama karena adanya beberapa risiko seperti dibawah ini :

1) *Fiscal Sustainability Risk*

Merupakan risiko terhadap kesinambungan fiskal. Dalam hal ini dikhawatirkan utang Indonesia yang besar dapat memberatkan beban APBN sehingga memperburuk kondisi perekonomian.

2) *Refinancing Risk*

Merupakan risiko terkait proses *refinancing* utang. Risiko yang paling dominan dalam hal ini adalah risiko karena terjadinya pergerakan nilai tukar. Di Indonesia, yang umum terjadi adalah sepanjang APBN masih

⁶ Aryani, Yani F. dan Subiyantoro, Heru., 2006, "*Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Rendahnya Daya Serap Pinjaman Luar Negeri-IBRD*", Jurnal Keuangan Publik Vol.4 No.2 September 2006 : 39-60.

⁷ Todaro, Michael P. 1998, "*Pembangunan Ekonomi di Dunia Ketiga Jilid 2*", Edisi ke-6. Jakarta: Penerbit Erlangga.

⁸ Markowitz, H.M. 1952. "*Portfolio Selection*". *The Journal of Finance* 7 (1): 77-91.

defisit maka utang yang jatuh tempo harus dibiayai dengan penerbitan utang baru. Disamping itu, masalah lain adalah Indonesia belum mempunyai pasar domestik yang dapat menyerap surat utang pemerintah dalam jumlah yang sangat besar karena pasar domestik sendiri belum likuid dan masih rentan terhadap perubahan tingkat suku bunga.

3) *Market Risk*

Market risk yang besarnya tergantung dari komposisi utang. Dengan komposisi besarnya pinjaman dalam mata uang asing yang cukup besar (48%), Indonesia dianggap sangat riskan terhadap apresiasi mata uang asing. Disamping itu, berdasarkan komposisi utang diketahui bahwa 68% dari utang pemerintah adalah dalam bentuk *fixed rate* dan 32% dalam bentuk *variabel rate*.

4) *Operational Risk*

Merupakan risiko yang terjadi disebabkan masalah operasional sehingga dapat menurunkan kepercayaan investor dan pada gilirannya akan meningkatkan *cost of borrowing*.

Utang sangat rentan terhadap berbagai risiko, yaitu tambahan beban atau biaya pinjaman atau utang dalam APBN secara signifikan, baik berupa risiko pembiayaan kembali akibat struktur jatuh tempo yang tidak seimbang maupun risiko pasar akibat perubahan suku bunga dan nilai tukar. Risiko-risiko tersebut secara terus-menerus harus dikelola dengan sebaik-baiknya agar krisis fiskal dapat dihindari, dengan menerapkan praktek-praktek pengelolaan utang negara terbaik sesuai standar yang berlaku secara internasional.

IMF dan Bank Dunia secara sederhana mendefinisikan kesinambungan utang luar negeri suatu negara sebagai kemampuannya dalam memenuhi kewajiban berjalan dan yang akan datang secara penuh tanpa perlu adanya penjadwalan kembali atau tunggakan. Sementara itu, Uni Eropa memiliki *fiscal-financial programme* sebagai panduan stabilitas fiskal finansial negara-negara anggotanya. Kesinambungan *fiscal-financial programme* suatu negara didefinisikan sebagai ketiadaan risiko gagal bayar, yaitu tingkat utang harus lebih kecil dibandingkan nilai sekarang semua surplus anggaran primer di masa yang akan datang.⁹

Pengelolaan utang pemerintah merupakan strategi dan taktik yang diterapkan untuk mengelola portofolio utang pemerintah berdasarkan risiko dan biaya yang timbul secara efektif dan efisien dalam rangka memenuhi kebutuhan pembiayaan pemerintah dan untuk mencapai tujuan pengelolaan utang Pemerintah.¹⁰

Dilihat dari perspektif tujuan pengelolaan, berbagai teori mengenai pengelolaan utang pemerintah secara optimal telah menekankan bermacam-

⁹ Buiter, W. H. dan C. Graf, 2002, "Reforming EU's Fiscal Policy Rules: Some Suggestions For Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union," NBER.

¹⁰ IMF and World Bank, (2003), "Guideline for Public Debt Management," IMF Publication on Public Debt.

macam tujuan. Menurut Wolswijk dan de Haan (2005)¹¹ tujuan pengelolaan utang pemerintah mencakup stabilitas makroekonomi, pengembangan pasar keuangan domestik, mendukung kebijakan moneter, dan meminimasi biaya dan risiko yang timbul.

Cakupan tujuan kestabilan makroekonomi tersebut membedakan pengelolaan utang pemerintah dengan pengelolaan utang swasta dimana pertimbangan akan biaya yang menjadi faktor dominan. Bahkan Tobin (1963)¹² menyebutkan bahwa pengelolaan utang pemerintah utamanya digunakan sebagai sarana menuju stabilitas makroekonomi, dengan minimasi biaya bunga serta risiko yang melekat. Dengan demikian, menurut Tobin, demi kemajuan ekonomi, penerbitan surat utang yang baru seharusnya dikonsentrasikan kepada jangka waktu yang panjang.

Sementara itu dalam pedoman pengelolaan utang yang disusun oleh World Bank dan IMF (2003) dinyatakan bahwa tujuan utama dari pengelolaan utang adalah memastikan bahwa kebutuhan pembiayaan pemerintah dan kewajiban pembayarannya dapat dipenuhi dengan biaya yang seminimal mungkin dalam jangka menengah sampai jangka panjang pada tingkat risiko yang aman. Tujuan tersebut jelas sangat penting untuk mengurangi ketidakpastian yang akan dialami Pemerintah terkait dengan adanya *trade off* antara biaya yang dikeluarkan dan risiko yang dapat ditolerir.

Harinowo (2004)¹³ mengajukan tiga rekomendasi dalam pengelolaan utang kontemporer Indonesia. Salah satunya adalah jika dilihat asalnya, utang pemerintah berkembang dari hanya utang luar negeri menjadi campuran antara utang luar negeri dan domestik. Oleh karena itu, pengelolannya harus mempertimbangkan berbagai variabel makro dan internasional seperti tingkat bunga, nilai tukar dan inflasi.

Berdasarkan kajian direktorat internasional BI 2009, pengelolaan utang yang dilakukan secara tidak tepat berisiko meningkatkan biaya atas perekonomian. Para investor cenderung akan membebankan biaya tambahan atas ketidakpastian dalam kerangka kerja kebijakan pemerintah dan kondisi ekonomi dalam bentuk *risk premium*. Dengan demikian, pengelolaan utang pemerintah secara tepat akan dapat menurunkan *risk premium* pinjaman luar negeri pemerintah. Risiko peningkatan *risk premium* tercermin dari sentimen negatif dari investor. Sentimen tersebut pada akhirnya dapat mengakibatkan instabilitas pasar keuangan domestik dan meningkatkan kerentanan terhadap gangguan sektor keuangan. Walaupun dalam kondisi yang buruk, gangguan tersebut dapat memaksa pemerintah untuk memotong pengeluaran atas alokasi kebijakan pembangunan dan melakukan kebijakan peningkatan pajak. Pengelolaan utang tak hanya

¹¹ Wolswijk, G dan de Haan, J. 2005. "Government Debt Management in Euro Area : Recent Theoretical Development and Changes in Practice," *Occasional Paper Series*, No.25

¹² Tobin, J. 1963. "An Essay on Principles of Debt Management", *Fiscal and Debt Management Policies*, Englewood Cliffs, pp. 143-218

¹³ Harinowo, C., 2004, "The Making of a Comprehensive Government Finance and Debt Management," *The United Nations Support Facility for the Indonesian Recovery (UNSFIR)*.

mencakup pinjaman dan alokasi. Dalam pemanfaatan sumber pembiayaan negara, perlu diperhatikan aspek-aspek manajemen risiko. Hal ini berkaitan dengan perbedaan karakteristik yang dimiliki oleh setiap negara debitur. Perbedaan karakteristik antara lain tingkat stabilitas dan pertumbuhan ekonomi, tata kelola (*corporate governance*) menyangkut akuntabilitas dan transparansi, dan risiko konflik internal yang berbeda.

Secara garis besar, pengelolaan utang yang buruk dapat disebabkan oleh dua hal, yaitu buruknya analisa biaya (*poor cost analysis*) dan buruknya analisa risiko (*poor risk analysis*)¹⁴. Dengan demikian yang perlu dilakukan dalam pengelolaan utang pada dasarnya adalah bagaimana melakukan analisa risiko, dan tentunya juga analisa biaya, dengan baik.

Dalam rangka mencapai tujuan minimalisasi biaya tersebut, pengelola utang perlu melakukan inovasi, terutama dalam hal penggunaan instrumen dan teknik penjualan. Sedangkan untuk mencapai tingkat risiko yang aman, manajemen risiko yang bersifat prudensial juga dirasakan penting sekali bagi pengelola utang (*debt manager*) mengingat portofolio utang pemerintah umumnya merupakan portofolio keuangan terbesar di suatu negara dengan struktur keuangan dan risiko yang kompleks dan berisiko yang dapat menimbulkan risiko substansial terhadap *balance sheet* milik pemerintah dan stabilitas keuangan negara (Storkey 2001)¹⁵. Di samping itu, menurut IMF dan World Bank 2003, portofolio utang pemerintah juga rentan terhadap kemungkinan gagal bayar dan besarnya kerugian yang mungkin akan ditanggung pemerintah.

Pengalaman selama beberapa tahun terakhir menunjukkan bahwa terjadinya krisis pasar utang telah menggambarkan betapa pentingnya praktek manajemen risiko yang sehat serta perlunya pasar modal domestik yang efisien dan berkembang dengan baik karena hal ini dapat mengurangi kerentanan kondisi ekonomi terhadap tekanan dan gangguan keuangan. Dengan demikian pengelolaan utang memerlukan kerangka manajemen risiko untuk memudahkan dalam mengidentifikasi dan mengatur *trade-off* antara biaya serendah mungkin yang diinginkan pada tingkat risiko yang aman dalam portofolio utang pemerintah. Dalam konteks makroekonomi untuk kebijakan publik, pemerintah harus memastikan bahwa level dan tingkat pertumbuhan utang pemerintah berada dalam kondisi yang berkesinambungan. Selain itu, strategi pengelolaan utang yang tepat perlu dilakukan untuk mengatasi risiko yang mungkin timbul dari tingginya level utang.

Menurut kajian direktorat internasional Bank Indonesia pada tahun 2009, beberapa indikator yang dapat digunakan sebagai alat ukur kinerja utang luar negeri antara lain indikator yang bisa menunjukkan tingkat solvabilitas, indikator kekuatan devisa, dan indikator likuiditas. Indikator-indikator tersebut ditunjukkan dengan rasio antara persentase Produk

¹⁴ Antonio Velandia, "Modeling Risk for a Sovereign Liability Portfolio", *Banking and Debt Management Group, Treasury, The World Bank*, November 10-21, 2003.

¹⁵ Storkey, Ian (2001), "Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus," *The Finance and Treasury Professional*.

Domestik Bruto (PDB) yang disisihkan untuk membayar utang (rasio utang terhadap PDB), rasio devisa yang harus disisihkan dari ekspor untuk pelunasan utang (rasio utang terhadap ekspor) serta rasio pembayaran pinjaman terhadap ekspor (*Debt Service Ratio* atau DSR). Selain itu terdapat rasio sustainabilitas utang lainnya seperti rasio utang sektor publik, rasio utang publik terhadap PDB dan rasio utang publik terhadap pajak.

C. Faktor-Faktor Fundamental Ekonomi

Analisis fundamental adalah analisis yang didasarkan pada situasi dan kondisi ekonomi, politik dan keamanan secara global dan juga tiap-tiap negara yang menerbitkan utang. Analisis fundamental merupakan salah satu bentuk analisa investasi yang sering digunakan untuk melakukan memperkirakan harga dan risiko suatu saham atau obligasi, pergerakan mata uang atau derivatif berdasarkan faktor-faktor fundamental. Faktor-faktor fundamental yang sering dilihat adalah kondisi makro suatu negara dibandingkan dengan negara lain. Meliputi faktor politik, faktor keuangan (kebijakan moneter dan fiskal), faktor eksternal (regional), dan faktor ekonomi (PDB, tingkat inflasi, neraca pembayaran, tingkat pengangguran dll).

Dalam menganalisa faktor-faktor yang mempengaruhi kondisi fundamental perekonomian suatu negara, indikator ekonomi adalah salah satu faktor yang tidak dapat dipisahkan dan merupakan bagian penting dari keseluruhan faktor fundamental itu sendiri. Seiring dengan kemajuan di bidang ilmu pengetahuan dan teknologi, untuk mendapatkan sumber informasi terkini, seorang investor juga sering menggunakan informasi yang berasal dari komputer, misalnya melalui Dow Jones Telerate, Reuters, maupun Bloomberg. Indikator-indikator ekonomi yang sering digunakan dalam analisis fundamental yaitu pertumbuhan ekonomi (PDB), tingkat inflasi kondisi fiskal, neraca berjalan dll.

Pertumbuhan ekonomi adalah proses dimana terjadi kenaikan produk nasional bruto riil atau pendapatan nasional riil. Jadi perekonomian dikatakan tumbuh atau berkembang bila terjadi pertumbuhan output riil. Definisi pertumbuhan ekonomi yang lain adalah bahwa pertumbuhan ekonomi terjadi bila ada kenaikan output perkapita. Pertumbuhan ekonomi menggambarkan kenaikan taraf hidup diukur dengan output riil per orang.¹⁶

Dalam ilmu ekonomi, inflasi adalah suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus (kontinu) berkaitan dengan mekanisme pasar dapat disebabkan oleh berbagai faktor, antara lain, konsumsi masyarakat yang meningkat atau adanya ketidak lancaran distribusi barang. Dengan kata lain, inflasi juga merupakan proses menurunnya nilai mata uang secara kontinu. Inflasi adalah proses dari suatu peristiwa, bukan tinggi-rendahnya tingkat harga. Artinya, tingkat harga yang dianggap tinggi belum tentu menunjukkan inflasi. Inflasi dianggap terjadi jika proses kenaikan harga berlangsung secara terus-menerus dan saling

¹⁶ Sukirno, Sadono, 1999, "*Pengantar Teori Makroekonomi*", Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.

pengaruh-mempengaruhi. Istilah inflasi juga digunakan untuk mengartikan peningkatan persediaan uang yang kadangkala dilihat sebagai penyebab meningkatnya harga.¹⁷

Current account atau neraca berjalan mencatat selisih antara ekspor barang dan jasa serta impor barang dan jasa. Jika impor melebihi ekspornya maka negara mengalami neraca berjalan defisit dan sebaliknya jika ekspor yang lebih besar dibandingkan impornya maka negara mengalami neraca berjalan surplus. Sedangkan menurut *financial glossary*, keseimbangan fiskal adalah selisih antara jumlah pendapatan pajak dan penjualan aset dengan pengeluaran pemerintah. Jika nilainya positif maka mengalami surplus fiskal dan jika sebaliknya mengalami defisit fiskal.

D. Beberapa Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian sebelumnya telah meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan *yield* obligasi global pemerintah. Salah satunya adalah Edwards (1983)¹⁸ melakukan penelitian mengenai hubungan pinjaman luar negeri dan risiko gagal bayar suatu negara. Analisis empiris menggunakan data periode tahun 1976 sampai dengan 1980. Hasilnya menunjukkan bahwa investor cenderung memperhatikan karakteristik ekonomi suatu negara sebelum memberikan pinjaman. Di antara beberapa faktor yang signifikan mempengaruhi *spread* terdapat satu faktor yang sangat dominan yaitu rasio utang terhadap PDB dengan koefisien mendekati 0,6.

Budina & Mantchev (2000)¹⁹ yang menguji determinan dari harga *Brady bond* Bulgaria menggunakan data bulanan dari bulan Juli 1994 sampai dengan bulan Juli 1998. Penelitian ini mencoba untuk mengetahui apakah faktor fundamental domestik berpengaruh terhadap *spread* dari obligasi Bulgaria. Selain itu apakah faktor-faktor eksternal seperti nilai tukar nominal terhadap Mexico dan krisis yang terjadi di Asia juga mempengaruhi *spread* dari obligasi Bulgaria. Dalam penelitian ini disimpulkan bahwa dalam jangka panjang, *gross foreign reserves* dan ekspor memiliki efek positif terhadap harga obligasi. Sedangkan nilai tukar riil dan depresiasi nilai tukar nominal Mexico memiliki efek negatif.

Sementara itu, pembukaan neraca modal (*capital account*) yang terjadi di Argentina merupakan salah satu dari reformasi struktural yang cukup penting dilaksanakan. Liberalisasi ini meningkatkan hubungan ekonomi riil dengan perubahan kondisi pasar keuangan internasional. Untuk memahami

¹⁷Artikel non-personal, 22 Mei 2010, Wikipedia Bahasa Indonesia: "Inflasi", <http://id.wikipedia.org/wiki/Inflasi>, diakses 25 Mei 2010.

¹⁸ Edwards, Sebastian, 1983, "LDC's Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation 1976-1980", Working Paper No. 298, Department of Economics, University of California, Los Angeles.

¹⁹ Budina, Nina, and Tzvetan Mantchev, 2000, "Determinants of Bulgarian Brady Bond Prices: An Empirical Assessment", Policy Research Working Paper No. WPS 2277, The World Bank, Washington D.C.

lebih baik hubungan ini, Nogues & Grandes (2001)²⁰ melakukan analisis faktor-faktor penentu *spread* atau penyebaran yang juga dikenal sebagai *country risk*. Dengan menggunakan data bulanan periode 1994 sampai 1998, ditemukan bahwa *spread* ini dipengaruhi oleh: 1) ekspektasi pertumbuhan ekonomi, 2) defisit fiskal, 3) rasio pembayaran utang terhadap ekspor dan laju pertumbuhannya, 4) efek contagion, 5) gangguan eksternal termasuk pergerakan suku bunga internasional, dan 6) gangguan politik.

Min (1998)²¹ menganalisa determinan dari *yield* obligasi dalam valuta US Dollar dari 11 negara berkembang dalam kurun waktu 1991 sampai dengan 1995. Hasilnya adalah bahwa perbedaan *spread* obligasi antar negara tersebut ditentukan oleh rasio utang terhadap PDB, rasio cadangan luar negeri terhadap PDB, rasio pembayaran utang terhadap ekspor, rasio antara tingkat pertumbuhan ekspor dan impor, tingkat inflasi, *net foreign asset* (NFA), indeks *term of trade* (TOT), dan nilai tukar riil. Penelitian ini menyimpulkan bahwa kemampuan mengakses pasar luar negeri sangat ditentukan oleh faktor fundamental dalam negeri. Oleh karena itu disarankan agar negara-negara berkembang yang ingin mencari akses yang lebih besar terhadap pasar obligasi internasional, harus meningkatkan fundamental makroekonominya.

Goldman Sachs (Ades et. al. (2000))²² memodelkan *spread sovereign* negara berkembang sebagai fungsi dari variabel-variabel ekonomi. Dengan menganalisa data bulanan 15 negara berkembang sejak Januari 1996 sampai dengan Mei 2000, diperoleh beberapa variabel yang memiliki efek signifikan terhadap *spread* yaitu tingkat pertumbuhan PDB, total amortisasi eksternal sebagai rasio dari cadangan luar negeri, rasio utang luar negeri terhadap PDB, keseimbangan fiskal, rasio ekspor terhadap PDB, nilai tukar riil misalignment, tingkat suku bunga internasional, dan pengalaman sebelumnya dari negara tersebut.

Selanjutnya Rowland & Torres (2004)²³ melakukan penelitian dengan menggunakan data panel untuk mengidentifikasi faktor-faktor penentu *spread US treasuries* dari pasar negara-negara berkembang. Dengan menggunakan data 16 negara berkembang yang menerbitkan obligasi pemerintah periode tahun 1998 sampai dengan 2002 diperoleh hasil bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi *spread* antara lain laju pertumbuhan ekonomi, rasio utang terhadap PDB, rasio cadangan devisa terhadap PDB, rasio utang terhadap ekspor, rasio ekspor terhadap PDB, dan rasio pembayaran utang terhadap PDB.

²⁰ Nogués, Julio, and Martín Grandes, 2001, "Country Risk : Economic Policy, Contagion Effect or Political Noise?", *Journal of Applied Economics*, Vol. 4, No. 1, May, pp.125-162.

²¹ Min, Hong G., 1998, "Determinants of Emerging Market Bond Spread : Do Economic Fundamentals Matter?", *The World Bank Working Paper Series* 1998.

²² Ades, Alberto, Frederico Kaune, Paulo Leme, Rumi Masih, and Daniel Tenengauzer, 2000, "Introducing GS-ESS: A New Framework for Assessing Fair Value in Emerging Markets Hard-Currency Debt", *Global Economic Paper No. 45*, Goldman Sachs, New York.

²³ Rowland, Peter, and Torres, Jose.L., 2004, "Determinant of Spread and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt : A Panel Data Study", *Borradores de Economía*, Banco de la República, Bogotá.

Kemudian Rowland (2004)²⁴ melanjutkan penelitian sebelumnya dengan melakukan analisa pada 29 negara berkembang dari tahun 1998 sampai dengan akhir Juli 2003 mengingat semakin banyaknya penerbit obligasi. Dengan melakukan uji empiris menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) diperoleh dua faktor utama yang mempengaruhi *spread* yaitu tingkat pertumbuhan PDB dan tingkat inflasi yang berpengaruh signifikan terhadap *spread* obligasi.

Direktorat Internasional Bank Indonesia (2009) juga telah melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi global pemerintah Indonesia menggunakan data periode tahun 2004 sampai dengan tahun 2009 dengan menambahkan faktor eksternal. Berdasarkan hasil estimasi determinansi *yield* dari obligasi global pemerintah, ternyata hanya tingkat inflasi yang signifikan mempengaruhi *yield* obligasi global pemerintah Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat inflasi sebagai variabel harga yang mencerminkan tingkat kedisiplinan pemerintah cukup berperan penting dalam mempengaruhi *yield*. Sedangkan pada saat estimasi dengan menambahkan faktor-faktor eksternal, diperoleh hasil bahwa cadangan luar negeri yang merupakan variabel likuiditas dan indeks VIX yang mencerminkan sentimen atau volatilitas pasar yang berpengaruh terhadap *yield* obligasi global pemerintah Indonesia.

III. Metodologi Penelitian

A. Spesifikasi Model

Mengacu pada penelitian-penelitian sebelumnya dengan menggunakan beberapa variabel makroekonomi yang menentukan pergerakan *yield* obligasi pemerintah, maka dalam hal ini digunakan dua kelompok variabel yaitu variabel yang *solvent* dan likuid. Variabel yang *solvent* berhubungan dengan kemampuan suatu negara untuk membayar utangnya baik dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang. Sedangkan variabel yang likuid berhubungan dengan kemampuan suatu negara untuk membayar utangnya dalam jangka pendek.

Berikut spesifikasi model yang digunakan pada penelitian ini :

$$Yield\ INDO14 = \alpha + \beta_1 PDB + \beta_2 INF + \beta_3 CA_PDB + \beta_4 FB_PDB$$

atau secara implisit dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$Yield\ INDO14 = f(PDB, INF, CA_PDB, FB_PDB)$$

Dimana

- PDB : Tingkat pertumbuhan PDB
- INF : Tingkat Inflasi
- CA_PDB : Rasio neraca berjalan terhadap PDB
- FB_PDB : Rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB

²⁴ Rowland, Peter, 2004, "Determinants of Spread, Credit Ratings and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt : A Follow-Up Study Using Pooled Data Analysis", Borradores de Economía, Banco de la República, Bogotá.

B. Data

Analisis fundamental adalah suatu metode analisis menggunakan faktor-faktor fundamental dari suatu negara. Secara umum faktor fundamental suatu negara ditunjukkan dengan data-data ekonomi negara bersangkutan. Dalam penelitian ini digunakan data-data ekonomi seperti laju pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, neraca berjalan dan keseimbangan fiskal yang mencerminkan kondisi umum perekonomian Indonesia. Adapun data yang digunakan adalah data bulanan dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2008. Keterangan data yang digunakan dalam penelitian ini terangkum pada tabel 1.

a) *Yield* obligasi global pemerintah Indonesia (Yield INDO14)

Obligasi global pemerintah merupakan obligasi global atau luar negeri yang diterbitkan oleh pemerintah suatu negara. Dalam penelitian ini digunakan data obligasi pemerintah INDO'14 sebagai wakil dari obligasi-obligasi yang diterbitkan pemerintah Indonesia karena ketersediaan data yang cukup panjang.

Menurut Bank Indonesia, INDO'14 merupakan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah RI dengan denominasi USD. Obligasi ini diterbitkan pada tanggal 3 Maret 2004, dengan kupon sebesar 6,75% dan jatuh tempo pada tanggal 10 Maret 2014, jumlah nominal yang diterbitkan adalah sebesar 1 milyar USD.

b) Pertumbuhan ekonomi (PDB)

Berdasarkan penelitian Rowland 2004, pertumbuhan ekonomi menunjukkan variabel yang *solvent*. Karena tidak tersedianya data PDB bulanan maka diproksi dengan data MPI (*Manufacture Production Index*) bulanan. Tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi secara normal menyebabkan kedudukan fiskal semakin kuat. Jika kedudukan fiskal semakin kuat maka risiko *default* atau gagal bayar akan turun.

c) Tingkat Inflasi (INF)

Inflasi merupakan salah satu variabel likuiditas. Untuk data bulanan digunakan proksi data IHK (Indeks Harga Konsumen) yang mencerminkan perubahan harga barang dan jasa kebutuhan masyarakat luas. Investor akan selalu memperhatikan dengan seksama perkembangan tingkat inflasi. Salah satu cara pemerintah dalam menanggulangi inflasi adalah dengan melakukan kebijakan menaikkan tingkat suku bunga. Kebijakan peningkatan tingkat suku bunga ini diharapkan dapat memperkuat nilai tukar dan mengendalikan tingkat inflasi. Penggunaan tingkat inflasi sebagai salah satu indikator fundamental ekonomi adalah untuk mencerminkan tingkat PDB dan PNB (Produk Nasional Bruto) ke dalam nilai sebenarnya. Nilai PDB dan PNB

merupakan indikator yang sangat penting bagi investor dalam membandingkan peluang dan risiko investasinya di luar negeri.²⁵

Menurut Edwards 1983, tingginya inflasi menunjukkan masalah struktural dalam keuangan pemerintah. Banyak pemerintah yang cenderung meningkatkan inflasi saat mengalami defisit fiskal karena ketidakmampuan atau keinginan untuk meningkatkan pajak atau membatasi pengeluaran untuk mengurangi defisit. Oleh karena itu, inflasi dapat mengukur tingkat kedisiplinan pemerintah. Ketidakpuasan publik atau masyarakat umum dengan tingginya inflasi akan menimbulkan ketidakstabilan politik. Hal ini yang mengakibatkan semakin besarnya terjadi risiko *default*.

d) Kondisi fiskal atau rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB (FB_PDB)

Menurut Rowland 2004, variabel ini menunjukkan variabel yang *solvent*. Karena hanya terdapat data tahunan, maka diasumsikan setiap bulannya nilai sama dalam satu tahun. Besarnya defisit fiskal (keseimbangan fiskal semakin negatif) menunjukkan pemerintah kurang mampu meningkatkan pajak untuk melindungi biaya-biaya termasuk pelayanan utang. Kedudukan fiskal yang lemah juga menyebabkan semakin tingginya kemungkinan terjadinya gangguan eksternal yang pada akhirnya akan menyebabkan terjadinya gagal bayar.

e) Kondisi ekonomi atau rasio neraca berjalan terhadap PDB (CA_PDB)

Dalam penelitian Rowland 2004, neraca berjalan merupakan salah satu indikator yang mengukur arah dan besarnya pinjaman internasional. Besarnya defisit neraca berjalan menunjukkan perekonomian sangat bergantung pada dana dari luar negeri. Defisitnya neraca berjalan yang tetap (persisten) menyebabkan suatu pertumbuhan dalam utang luar negeri, hal ini akan menyebabkan ketidakmampuan perekonomian dalam jangka panjang. Selain itu juga menyebabkan semakin besarnya risiko gagal bayar yang terjadi. Oleh karena itu neraca berjalan merupakan salah satu variabel yang *solvent*.

²⁵ Muchlisyah, Teuku.A, Artikel : "Analisa Fundamental", <http://www.financeroll.com/in/component/content/article/53-fundamental-analysis/9186-analisa-fundamental.pdf>, diakses pada 5 Maret 2010.

Tabel 1. Keterangan Data dan Variabel

No	Variabel	Data	Jurnal	Sumber	Efek
Variabel Dependent					
1.	Yield Obligasi Pemerintah Indonesia (INDO14)	Persentase perubahan INDO'14 Bulanan 2004:04 – 2008:12	Budina & Mantchev (2000)	Bloomberg	
Variabel Independent					
2.	Pertumbuhan ekonomi (PDB)	Untuk kasus individual menggunakan data bulanan persentase perubahan dari <i>manufacturing production index</i> (MPI).	<ul style="list-style-type: none"> • Nogue & Grandes, 2001 • Rowland (2004) • Rowland & Torres (2004) • Edwards (1983) • Ades et al (2000) 	Bloomberg	(-)
3.	Tingkat kedisiplinan pemerintah yang tercermin dari laju inflasi (INF)	Untuk kasus individual menggunakan data bulanan persentase perubahan dari IHK	<ul style="list-style-type: none"> • Rowland & Torres (2004) • Edwards (1983) 	IFS	(+)
4.	Kondisi fiskal (FB_PDB)	Rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB	<ul style="list-style-type: none"> • Rowland (2004) • Ades et al (2000) 	Moody's	(-)
5.	Kondisi ekonomi (CA_PDB)	Rasio neraca berjalan terhadap PDB	<ul style="list-style-type: none"> • Rowland (2004) • Rowland & Torres (2004) 	Moody's	(-)

Sumber: diolah

IV. Pembahasan

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya mengenai determinansi *yield* dari obligasi global pemerintah, maka dalam penelitian ini digunakan beberapa variabel makroekonomi yang menentukan pergerakan dari *spread yield* obligasi pemerintah yaitu tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, rasio neraca berjalan terhadap PDB dan rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB. Dengan menggunakan metode OLS diperoleh hasil estimasi sebagai berikut :

$$Yield\ INDO14_t = -2.260071 - 0.105921\ PDB_t + 0.210487\ INF_t - 0.249012\ CA_PDB_t^* - 7.069274\ FB_PDB_t^{**}$$

$$se \quad (1.950636) \quad (0.110637) \quad (2.884068) \quad (0.085350) \quad (2.903813)$$

$$DW\ Statistik = 1.844240$$

$$R^2 = 0.496778$$

* signifikan $\alpha = 1\%$

** signifikan $\alpha = 5\%$

Berikutnya akan dilakukan beberapa uji asumsi agar hasil estimasi di atas tidak bias atau bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). Pertama akan dilakukan uji multikolinierity terhadap variabel-variabel bebas tersebut untuk mengetahui apakah adanya suatu hubungan linier yang sempurna (mendekati sempurna) antara beberapa atau semua variabel bebas. Hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel 1 : Hasil Uji Multikolinierity

	CA_PDB	INF	PDB	FB_PDB
CA_PDB	1.000000	-0.160850	0.263515	-0.454918
INF	-0.160850	1.000000	0.118114	0.247848
PDB	0.263515	0.118114	1.000000	0.020987
FB_PDB	-0.454918	0.247848	0.020987	1.000000

Sumber : Print Out

Dari hasil uji multikolinierity di atas terlihat bahwa tidak ada korelasi antar variabel bebas yang sempurna atau mendekati sempurna, walaupun koefisien korelasi antara variabel rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB dan rasio neraca berjalan terhadap PDB cukup besar yaitu sekitar 45% tetapi hal ini tidak mempengaruhi hasil estimasi karena masih di bawah batas sempurna yaitu di bawah 80%.

Dengan demikian selanjutnya dilakukan uji berikutnya yaitu uji heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas ini merupakan salah satu uji untuk melihat apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas, dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Salah satu cara untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas adalah uji White. Berikut hasil uji heteroskedastisitas :

Tabel 2 : Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test : White			
F-statistic	13.00984	Prob. F(35,9)	0.0002
Obs*R-squared	44.12780	Prob. Chi-Square(35)	0.1386
Scaled explained SS	169.0245	Prob. Chi-Square(35)	0.0000

Sumber: Print Out

Karena nilai probabilitas dari *Obs*R-squared* lebih besar dari $\alpha = 10\%$ maka hal ini menunjukkan hasil estimasi tidak mengandung unsur heteroskedastis.

Terakhir akan dilakukan uji autokorelasi terhadap hasil estimasi di atas. Ada dua cara untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi yaitu uji Durbin Watson dan Uji Breusch-Godfrey. Hasilnya yaitu:

Tabel 3 : Hasil Uji Autokorelasi

DW Statistik = 1.844240			
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test :			
F-statistic	1.938879	Prob. F(2,35)	0.1590
Obs*R-squared	4.488405	Prob. Chi-Square(2)	0.1060

Sumber : Print Out

Dari dua hasil uji autokorelasi terlihat bahwa hasil estimasi tidak mengandung masalah autokorelasi.

Selanjutnya setelah menguji permasalahan dalam hasil estimasi maka selanjutnya hasil estimasi tersebut dapat diinterpretasikan. Mengacu pada hasil estimasi di atas, hanya rasio neraca berjalan terhadap PDB dan rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB yang signifikan mempengaruhi *yield* dari obligasi global pemerintah Indonesia.

Tingginya rasio neraca berjalan terhadap PDB dalam suatu negara menunjukkan sehatnya kondisi makroekonomi suatu negara. Hal ini yang menyebabkan *yield* akan menurun seiring dengan meningkatnya neraca berjalan. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh rasio neraca berjalan terhadap PDB terhadap *yield* dari obligasi global pemerintah Indonesia adalah negatif, hal ini sesuai dengan pernyataan sebelumnya bahwa semakin meningkatnya neraca berjalan suatu negara akan menyebabkan *yield* semakin menurun.

Neraca berjalan juga merupakan indikator trend perdagangan luar negeri. Ketika negara mengimpor lebih banyak daripada mengekspor artinya pembelian dari pihak luar negeri lebih banyak daripada jumlah yang dijual kepada pihak luar negeri. Akibatnya negara mengalami neraca berjalan yang defisit. Untuk mengatasi hal ini negara membutuhkan pinjaman luar negeri. Besarnya defisit neraca berjalan menunjukkan perekonomian sangat bergantung pada dana dari luar negeri. Defisit neraca berjalan yang tetap (persisten) menyebabkan suatu pertumbuhan dalam hutang luar negeri, hal ini akan menyebabkan ketidakmantapan perekonomian dalam jangka panjang. Selain itu juga menyebabkan semakin besarnya risiko *default* yang terjadi.

Disamping rasio neraca berjalan terhadap PDB yang signifikan mempengaruhi *yield* adalah rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB dimana variabel ini menunjukkan variabel yang solvent. Besarnya defisit fiskal (keseimbangan fiskal semakin negatif) menunjukkan pemerintah kurang mampu meningkatkan pajak untuk melindungi biaya-biaya termasuk pelayanan hutang. Kedudukan fiskal yang lemah juga menyebabkan

semakin tingginya kemungkinan gangguan eksternal yang menyebabkan terjadinya *default* atau gagal bayar.

Dari hasil uji empiris di atas, walaupun pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi tidak signifikan mempengaruhi *yield* dari obligasi global pemerintah tetapi dapat dilihat bahwa pengaruh dari pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi terhadap *yield* sesuai dengan teori dimana pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap *yield* adalah negatif, artinya semakin meningkat pertumbuhan ekonomi maka risiko gagal bayar akan semakin turun karena kondisi fiskal akan semakin kuat dalam menahan biaya-biaya pinjaman luar negeri.

Sedangkan pengaruh tingkat inflasi terhadap *yield* juga sesuai dengan teori yaitu berhubungan positif, dimana tingkat inflasi dapat mengukur tingkat kedisiplinan pemerintah. Jadi tingginya tingkat inflasi menyebabkan ketidakpuasan publik atau masyarakat umum yang otomatis akan menimbulkan ketidakstabilan politik. Hal ini yang mengakibatkan semakin besarnya terjadi risiko gagal bayar.

V. Penutup

A. Kesimpulan

1. Berdasarkan hasil uji empiris determinansi *yield* dari obligasi global pemerintah Indonesia, ternyata rasio neraca berjalan terhadap PDB dan rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB yang signifikan mempengaruhi *yield* dari obligasi global pemerintah Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa neraca berjalan dan keseimbangan fiskal sebagai variabel *solvent* yang mencerminkan kemampuan untuk membayar utang dalam jangka pendek cukup berperan penting dalam mempengaruhi risiko gagal bayar. Neraca berjalan sebagai salah satu faktor yang dominan, dalam hal ini berarti besarnya ekspor dan impor juga perlu diperhatikan. Pemerintah harus selalu meningkatkan ekspornya dan meminimumkan impor agar neraca berjalan selalu surplus. Neraca berjalan yang surplus menunjukkan bahwa perekonomian tidak bergantung pada pinjaman luar negeri. Sedangkan keseimbangan fiskal diharapkan selalu surplus agar pemerintah dapat memenuhi biaya-biaya utang melalui peningkatan pajak.
2. Walaupun berdasarkan hasil uji empiris hanya rasio neraca berjalan terhadap PDB dan rasio keseimbangan fiskal terhadap PDB yang signifikan mempengaruhi *yield* dari obligasi global pemerintah Indonesia, bukan berarti faktor-faktor makroekonomi lainnya seperti pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, cadangan luar negeri dll diabaikan. Kestabilan faktor-faktor tersebut tetap harus diperhatikan karena pada dasarnya faktor-faktor tersebut menunjukkan kondisi fundamental perekonomian Indonesia. Hal ini sesuai dengan yang dinyatakan oleh Wolswijk dan de Haan (2005) dan Tobin (1963) bahwa salah satu tujuan pengelolaan utang pemerintah adalah mencakup stabilitas makroekonomi. Kondisi

makroekonomi suatu negara cukup berperan penting dalam pergerakan *yield* yang menentukan tingkat risiko pada negara tersebut.

B. Rekomendasi

1. Dengan menentukan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi atau menjadi determinan dari *yield* obligasi global pemerintah hendaknya dapat dijadikan pedoman bagi pemerintah Indonesia untuk lebih memperhatikan faktor-faktor dominan tersebut dalam mengelola pinjaman luar negeri.
2. Faktor-faktor yang digunakan dalam penelitian ini hanya sebatas faktor makro ekonomi, diharapkan dalam penelitian selanjutnya dapat dilakukan uji empiris dengan memasukkan faktor-faktor eksternal seperti tingkat suku bunga luar negeri, *real effective exchange rate* (REER) dll untuk mengetahui apakah *yield* obligasi suatu negara juga dipengaruhi oleh faktor makro di luar negara tersebut.

Daftar Pustaka

- Artikel non-personal, 2 April 2010, "*RI Perkuat Kebijakan Utang Pinjaman Program Proyek Pada 2010 Bertambah US\$49 miliar*", Bisnis Indonesia, http://www.pajak.go.id/index.php?option=com_content&view=article&id=10204:ri-perkuat-kebijakan-utang-pinjaman-program-proyek-pada-2010-bertambah-us49-iliar&catid=91:berita, diakses 5 Maret 2010.
- Artikel non-personal, 2 April 2010, "*Pasar keuangan*", Wikipedia Bahasa Indonesia, http://id.wikipedia.org/wiki/Pasar_keuangan, diakses 5 April 2010.
- Artikel non-personal, 22 Mei 2010, "*Inflasi*", Wikipedia Bahasa Indonesia, <http://id.wikipedia.org/wiki/Inflasi>, diakses 25 Mei 2010.
- Ades, Alberto, Frederico Kaune, Paulo Leme, Rumi Masih, and Daniel Tenengauzer, 2000, "*Introducing GS-ESS: A New Framework for Assessing Fair Value in Emerging Markets Hard-Currency Debt*", Global Economic Paper No. 45, Goldman Sachs, New York.
- Antonio Velandia, 2003, "*Modeling Risk for a Sovereign Liability Portfolio*", Banking and Debt Management Group, Treasury, The World Bank, November 10-21, 2003.
- Aryani, Yani F. dan Subiyantoro, Heru., 2006, "*Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Rendahnya Daya Serap Pinjaman Luar Negeri-IBRD*", Jurnal Keuangan Publik Vol.4 No.2 September 2006, pp : 39-60.
- Atmadja, Adwin S., 2000, "*Utang Luar Negeri Pemerintah Indonesia : Perkembangan dan Dampaknya*", Jurnal Akuntansi & Keuangan Universitas Kristen Petra Vol. 2, No. 1, Mei 2000, pp : 83 – 94.

- Budina, Nina, and Tzvetan Mantchev, 2000, "*Determinants of Bulgarian Brady Bond Prices: An Empirical Assessment*", Policy Research Working Paper No. WPS 2277, The World Bank, Washington D.C.
- Buiter, W. H. dan C. Graf, 2002, "*Reforming EU's Fiscal Policy Rules: Some Suggestions For Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union*," NBER.
- Claudia-Florian, Berbecaru, 2008, "*Determinants of Spreads of Romanian Sovereign Bonds: An Application on The EMBIG Spreads*", dissertation paper of The Academy of Economic Studies Bucharest.
- Edwards, Sebastian, 1983, "*LDC's Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation 1976-1980*", Working Paper No. 298, Department of Economics, University of California, Los Angeles.
- Eichengreen, Barry, and Ashoka Mody, 1998, "*What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt? Fundamentals or Market Sentiment?*", NBER Working Paper No 6408 (Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research).
- Harinowo, C, 2004, "*The Making of a Comprehensive Government Finance and Debt Management*", *The United Nations Support Facility for the Indonesian Recovery (UNSFIR)*.
- IMF and World Bank, 2003, "*Guideline for Public Debt Management*", *IMF Publication on Public Debt*
- Min, Hong G, 1998, "*Determinants of Emerging Market Bond Spread: Do Economic Fundamentals Matter?*", *The World Bank Working Paper Series* 1998.
- Muchlisyah, Teuku.A, Artikel: "*Analisa Fundamental*", <http://www.financeroll.com/in/component/content/article/53-fundamental-analysis/9186-analisa-fundamental.pdf>, diakses pada 5 Maret 2010.
- Nogués, Julio, and Martín Grandes, 2001, "*Country Risk : Economic Policy, Contagion Effect or Political Noise?*", *Journal of Applied Economics*, Vol. 4, No. 1, May, pp.125-162.
- Rojas, Alvaro, and Felipe Jaque, 2003, "*Determinants of the Chilean Sovereign Spread: Is It Purely Fundamentals?*", *Documentos de Trabajo*, Banco Central de Chile.
- Rowland, Peter, 2004, "*The Colombian Sovereign Spread and its Determinants*", *Borradores de Economía*, Banco de la República, Bogotá.
- _____, 2004, "*Determinants of Spread, Credit Ratings and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Follow-Up Study Using Pooled Data Analysis*", *Borradores de Economía*, Banco de la República, Bogotá.
- _____, and Torres, Jose.L, 2004, "*Determinant of Spread and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Panel Data Study*", *Borradores de Economía*, Banco de la República, Bogotá.
- Surat Keputusan Bersama MENKEU dengan Ketua BAPPENAS No.185/KMK.03/1995 dan No.KEP.031/KET/5/1995 tentang Tata Cara

- Perencanaan, Pelaksanaan/Penatausahaan, dan Pemantauan Pinjaman/ Hibah Luar Negeri dalam rangka Pelaksanaan APBN.
- Storkey, Ian, 2001, "Sovereign *Debt Management: A Risk Management Focus*", *The Finance and Treasury Professional*.
- Sukirno, Sadono, 1999, "*Pengantar Teori Makroekonomi*", Jakarta : PT Raja Grafindo Persada.
- Suminto, M.Sc, 2006, "*Manajemen Utang Pemerintah: Best Practices dan Pengalaman Indonesia*", Majalah Treasury Indonesia No. 2/2006, Jakarta: DJPB Depkeu RI.
- Tobin, J, 1963, "*An Essay on Principles of Debt Management, Fiscal and Debt Management Policies*", Englewood Cliffs pp. 143-218.
- Todaro, Michael P., 1998, "*Pembangunan Ekonomi di Dunia Ketiga Jilid 2*", Edisi ke-6, Jakarta: Penerbit Erlangga.
- White G.I., Ashwinpaul C. Sondhi dan Dov Fried, 2003, "*The Analysis and Use of Financial Statements*", USA: John Wiley, pp : 119-135.
- Wolswijk, G dan de Haan, J, 2005, "*Government Debt Management in Euro Area: Recent Theoretical Development and Changes in Practice*", *Occasional Paper Series No.25*.