

## ANALISIS SUKU BUNGA DAN NILAI TUKAR TERHADAP IMBAL HASIL SURAT UTANG NEGARA DI INDONESIA

### *Interest Rate and Exchange Rate Analysis Against Government Bond Yields in Indonesia*

Fredy H. Louhenapessy<sup>1</sup>, Amin Ramly<sup>2,\*</sup>, Andre Sapthu<sup>3</sup>, Fibryano Saptanno<sup>4</sup>

<sup>1,2,3,4</sup>Universitas Pattimura, Jln. Ir. M. Putuhena, Poka, Kota Ambon, Indonesia

\*<sup>2</sup>E-mail korespondensi: [aminramly091@gmail.com](mailto:aminramly091@gmail.com)

Diterima: 18 November 2024 | Direvisi: 20 November 2024 | Disetujui: 23 November 2024 | Publikasi online: 25 November 2024

#### ABSTRACT

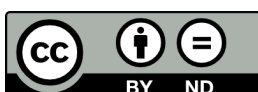
*This study aims to analyze the effect of interest rates, exchange rates and the consumer price index on the yield of Government Securities (SUN) in Indonesia from 2005 to 2023. This study uses multiple linear regression methods, this study examines the relationship between independent variables, namely interest rates, the exchange rate of the rupiah against the United States dollar and the CPI on the dependent variable, namely yield SUN. The results showed that interest rates have a positive but insignificant effect on SUN yield or are not strong enough to be considered significant in determining the overall SUN yield. The rupiah exchange rate has a negative but significant effect on SUN yield, where the depreciation of the rupiah against the dollar tends to increase yield as compensation for exchange rate risk. Meanwhile, CPI has a negative and insignificant effect on SUN yield, indicating that although an increase in CPI, which reflects inflation, tends to be followed by a decrease in SUN yield, its influence is not strong enough to be the main factor in determining yield. These findings provide important implications for policy makers and market participants in understanding the dynamics of the Indonesian bond market and in managing national financial stability.*

**Kata kunci:** Interest Rates, Exchange Rate, Yield, Government Bonds, Bond Market

#### ABSTRAK

*Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat suku bunga, nilai tukar dan indeks harga konsumen terhadap imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia tahun 2005 hingga 2023. Penelitian ini menggunakan metode regresi linier berganda, penelitian ini memeriksa hubungan antara variabel independen, yaitu tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat dan IHK terhadap variabel dependen, yaitu yield SUN. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap yield SUN atau tidak cukup kuat untuk dianggap signifikan dalam penentuan yield SUN secara keseluruhan. Nilai tukar rupiah memiliki pengaruh negatif tetapi signifikan terhadap yield SUN, dimana depresiasi rupiah terhadap dolar cenderung meningkatkan yield sebagai kompensasi atas risiko nilai tukar. Sementara IHK berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap yield SUN, menunjukkan bahwa meskipun peningkatan IHK yang mencerminkan inflasi cenderung diikuti oleh penurunan yield SUN, pengaruhnya tidak cukup kuat untuk menjadi faktor utama dalam menentukan yield. Temuan ini memberikan implikasi penting bagi pembuat kebijakan dan pelaku pasar dalam memahami dinamika pasar obligasi Indonesia dan dalam pengelolaan stabilitas keuangan nasional.*

**Kata kunci:** Suku Bunga, Nilai Tukar, Yield, Surat Utang Negara, Pasar Obligasi



## PENDAHULUAN

Surat Utang Negara (SUN) merupakan salah satu instrumen investasi yang penting di pasar keuangan Indonesia. Sebagai instrumen utang yang diterbitkan oleh pemerintah, SUN berfungsi untuk membiayai defisit anggaran dan kebutuhan pembiayaan lainnya. Bagi investor, baik domestik maupun internasional, SUN menawarkan tingkat imbal hasil (yield) yang menarik, terutama di tengah ketidakpastian pasar global. Yield yang ditawarkan SUN sering kali menjadi daya tarik utama bagi investor yang mencari pengembalian stabil dan risiko yang relatif rendah, mengingat obligasi pemerintah dianggap sebagai instrumen yang aman. Namun, di balik daya tarik tersebut, pergerakan yield SUN sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi, salah satunya adalah tingkat suku bunga dan nilai tukar.

Imbal Hasil (Yield) Surat Utang Negara (SUN) adalah tingkat pengembalian yang diterima investor dari investasi dalam surat utang yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia. Yield merupakan indikator utama bagi investor dalam menilai keuntungan dari investasi di obligasi pemerintah ini. Pada dasarnya, yield dihitung sebagai persentase dari pendapatan bunga (kupon) yang diperoleh investor setiap tahun dibandingkan dengan harga pembelian obligasi. Jika harga obligasi tersebut naik, yield akan turun, dan sebaliknya, jika harga obligasi turun, yield akan meningkat. Oleh karena itu, yield tidak hanya mencerminkan bunga tetap yang diterima investor, tetapi juga dinamika harga obligasi di pasar.

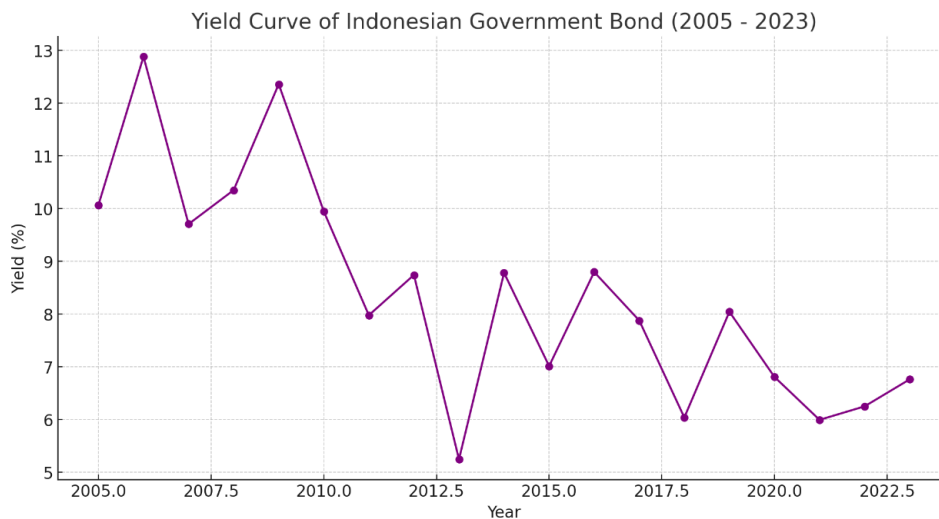
Tingkat suku bunga acuan, yang diatur oleh Bank Indonesia (BI), memainkan peran penting dalam menentukan kondisi likuiditas dan biaya pinjaman di pasar. Suku bunga acuan BI, yang dikenal sebagai BI 7-Day Reverse Repo Rate, memengaruhi seluruh sektor ekonomi, termasuk pasar obligasi. Ketika suku bunga acuan naik, biaya pinjaman menjadi lebih mahal, sehingga investor cenderung menuntut yield yang lebih tinggi dari instrumen investasi, termasuk SUN, untuk mengkompensasi kenaikan suku bunga. Sebaliknya, ketika suku bunga acuan turun, investor mungkin bersedia menerima yield yang lebih rendah karena biaya pinjaman yang lebih rendah.

Nilai tukar mata uang juga merupakan faktor penting yang memengaruhi yield SUN, terutama bagi investor asing. Fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, khususnya dolar Amerika Serikat (USD), dapat mempengaruhi daya tarik SUN di mata investor global. Ketika nilai tukar rupiah melemah, investor asing yang berinvestasi dalam SUN menghadapi risiko nilai tukar yang lebih tinggi, sehingga mereka menuntut yield yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut. Sebaliknya, ketika rupiah menguat, risiko nilai tukar berkurang dan yield yang diminta oleh investor dapat lebih rendah.

Keterkaitan antara suku bunga, nilai tukar, dan yield SUN mencerminkan dinamika pasar keuangan yang kompleks. Di Indonesia, fluktuasi suku bunga dan nilai tukar dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk kebijakan moneter global, kondisi ekonomi domestik, serta persepsi risiko terhadap stabilitas politik dan ekonomi negara. Dalam beberapa tahun terakhir, perubahan kebijakan suku bunga di negara maju, terutama Amerika Serikat, telah mempengaruhi aliran modal masuk dan keluar dari pasar keuangan Indonesia. Hal ini membuat yield SUN menjadi sangat sensitif terhadap perubahan kebijakan moneter di tingkat internasional.

Selain itu, pergerakan yield SUN juga sangat dipengaruhi oleh faktor permintaan dan penawaran di pasar obligasi. Ketika investor asing dan domestik melihat SUN sebagai instrumen yang menarik, permintaan terhadap obligasi pemerintah ini meningkat, yang pada akhirnya menekan yield. Namun, ketika investor mulai khawatir terhadap risiko inflasi atau stabilitas makroekonomi, mereka cenderung menjual obligasi, yang menyebabkan harga obligasi turun dan yield naik.

Perkembangan imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia selama periode 2005 hingga 2023 dapat dilihat pada tabel berikut ini:



**Gambar 1. Kurva Imbalan Hasil Obligasi Pemerintah Indonesia**

Pergerakan imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) Indonesia dari tahun 2005 hingga 2023 menunjukkan fluktuasi yang mencerminkan kondisi ekonomi dan kebijakan moneter selama periode tersebut. Di awal periode, yield SUN cukup tinggi, mencapai lebih dari 12%, yang kemungkinan besar dipengaruhi oleh tingkat suku bunga yang tinggi sebagai respons terhadap tekanan inflasi dan ketidakpastian ekonomi global. Pada tahun-tahun berikutnya, yield SUN mengalami penurunan secara bertahap seiring dengan membaiknya stabilitas makroekonomi dan kebijakan moneter yang lebih akomodatif. Fluktuasi yang terlihat di sekitar tahun 2008-2009 juga bisa disebabkan oleh dampak krisis finansial global, di mana banyak negara, termasuk Indonesia, mengalami tekanan ekonomi yang menyebabkan peningkatan yield obligasi sebagai respons terhadap risiko yang lebih tinggi.

Pada periode 2013-2015, yield SUN menunjukkan penurunan tajam sebelum kembali mengalami kenaikan hingga sekitar 8% pada 2018. Tren ini mencerminkan kondisi ekonomi domestik dan global yang cenderung bergejolak, termasuk faktor nilai tukar dan arus modal asing yang signifikan dalam pasar obligasi. Setelah 2020, yield SUN kembali mengalami penurunan yang dapat dihubungkan dengan kebijakan moneter longgar selama pandemi COVID-19, di mana Bank Indonesia menurunkan suku bunga acuan untuk mendukung pemulihan ekonomi. Namun, sejak 2022, yield mulai menunjukkan sedikit kenaikan, yang bisa terkait dengan pengetatan kebijakan moneter di tingkat global sebagai respons terhadap kenaikan inflasi.

Pengaruh suku bunga terhadap yield obligasi telah menjadi subjek penelitian yang luas dalam ekonomi keuangan. Teori keuangan klasik menyatakan bahwa ada hubungan terbalik antara harga obligasi dan suku bunga. Ketika suku bunga naik, harga obligasi cenderung turun, karena investor menuntut imbal hasil yang lebih tinggi untuk mengkompensasi suku bunga yang lebih tinggi. Sebaliknya, ketika suku bunga turun, harga obligasi naik dan yield turun. Dalam konteks Indonesia, hubungan ini juga berlaku, meskipun terkadang dipengaruhi oleh intervensi pemerintah atau kondisi khusus pasar.

Nilai tukar memiliki dampak yang lebih langsung terhadap investor asing. Bagi mereka, risiko mata uang adalah faktor utama yang harus dipertimbangkan ketika berinvestasi di pasar obligasi Indonesia. Ketika nilai tukar rupiah tidak stabil, investor asing mungkin menuntut yield yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko nilai tukar. Oleh karena itu, fluktuasi nilai tukar sering kali menyebabkan pergerakan yang cukup besar dalam yield SUN, terutama selama periode ketidakpastian ekonomi global. Hubungan antara tingkat suku bunga, nilai tukar, dan yield SUN juga dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah dan bank sentral. Bank Indonesia memiliki peran penting dalam menjaga stabilitas makroekonomi, termasuk menjaga inflasi dalam kisaran target dan memastikan stabilitas nilai tukar rupiah. Kebijakan moneter yang diterapkan oleh Bank Indonesia sering kali dirancang untuk menjaga keseimbangan antara pertumbuhan ekonomi dan stabilitas harga. Namun, dalam menghadapi tekanan eksternal seperti kenaikan suku bunga di Amerika Serikat atau fluktuasi tajam dalam harga komoditas, Bank Indonesia sering kali harus menyesuaikan kebijakan untuk menstabilkan pasar.

Selain itu, kebijakan fiskal pemerintah juga mempengaruhi pergerakan yield SUN. Ketika pemerintah memiliki defisit anggaran yang besar, mereka cenderung menerbitkan lebih banyak obligasi untuk membiayai pengeluaran. Peningkatan pasokan obligasi di pasar dapat menekan harga obligasi dan meningkatkan yield. Sebaliknya, ketika kondisi fiskal lebih terkendali, tekanan terhadap yield SUN

mungkin berkurang. Oleh karena itu, koordinasi antara kebijakan fiskal dan moneter menjadi penting dalam mengelola pergerakan yield obligasi.

Dalam konteks internasional, kebijakan suku bunga di negara maju juga berdampak pada yield SUN. Ketika suku bunga di Amerika Serikat atau Eropa naik, aliran modal dari negara berkembang seperti Indonesia cenderung berkurang, karena investor mencari imbal hasil yang lebih tinggi di negara maju. Hal ini dapat menyebabkan tekanan pada pasar obligasi di Indonesia, meningkatkan yield SUN. Sebaliknya, ketika suku bunga di negara maju rendah, aliran modal cenderung masuk ke pasar obligasi Indonesia, menekan yield SUN.

Di sisi lain, tingkat inflasi juga memainkan peran dalam menentukan yield obligasi. Inflasi yang tinggi dapat menyebabkan yield obligasi naik, karena investor akan menuntut imbal hasil yang lebih tinggi untuk mengkompensasi penurunan daya beli uang di masa depan. Di Indonesia, inflasi sering kali dipengaruhi oleh fluktuasi harga komoditas, seperti minyak dan bahan pangan. Oleh karena itu, pengelolaan inflasi menjadi tantangan penting bagi pemerintah dan Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas yield obligasi.

Dalam beberapa tahun terakhir, pasar obligasi di Indonesia telah mengalami perkembangan pesat, dengan semakin banyak investor institusi dan individu yang tertarik untuk berinvestasi dalam SUN. Hal ini didorong oleh pertumbuhan ekonomi yang kuat, stabilitas politik yang relatif terjaga, serta kebijakan moneter yang hati-hati. Namun, pasar obligasi juga menghadapi tantangan dari ketidakpastian global, termasuk perang dagang, pandemi, dan perubahan kebijakan suku bunga di negara-negara maju.

Dinamika ini menunjukkan bahwa hubungan antara suku bunga, nilai tukar, dan yield SUN tidak hanya dipengaruhi oleh faktor domestik, tetapi juga oleh faktor-faktor eksternal. Oleh karena itu, memahami interaksi antara variabel-variabel ini menjadi penting bagi pembuat kebijakan dan investor untuk mengelola risiko dan memaksimalkan keuntungan dari investasi di SUN.

Secara umum, pasar obligasi Indonesia memiliki potensi besar untuk terus tumbuh, mengingat kebutuhan pembiayaan pemerintah yang tinggi dan minat yang kuat dari investor global. Namun, volatilitas suku bunga dan nilai tukar tetap menjadi tantangan utama yang perlu dikelola dengan hati-hati.

Melihat kondisi tersebut, penelitian lebih lanjut tentang bagaimana suku bunga dan nilai tukar memengaruhi yield SUN di Indonesia menjadi sangat relevan. Dengan pemahaman yang lebih baik tentang faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan yield, baik investor maupun pemerintah dapat merancang strategi yang lebih efektif dalam mengelola portofolio investasi dan kebijakan fiskal.

## **TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

Pasar obligasi merupakan bagian integral dari sistem keuangan suatu negara karena memungkinkan pemerintah dan korporasi untuk mengakses dana jangka panjang. Di Indonesia, Surat Utang Negara (SUN) merupakan salah satu instrumen yang diandalkan pemerintah dalam mengatasi defisit anggaran dan mengelola stabilitas keuangan. Imbal hasil (yield) SUN, yang menggambarkan tingkat pengembalian bagi investor, dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi. Tingkat suku bunga, nilai tukar, dan inflasi menjadi komponen yang sering disebut dalam literatur keuangan sebagai faktor utama yang memengaruhi yield SUN.

Menurut teori Fisher, tingkat suku bunga dipengaruhi oleh ekspektasi inflasi, yang kemudian berpengaruh pada imbal hasil obligasi. Dalam pasar obligasi, tingkat suku bunga domestik memainkan peran penting dalam menentukan daya tarik obligasi. Tingkat suku bunga yang tinggi biasanya mendorong peningkatan yield obligasi untuk menjaga daya tariknya di mata investor. Hubungan ini menunjukkan adanya hubungan positif antara tingkat suku bunga dan yield obligasi, yang mana suku bunga yang lebih tinggi cenderung meningkatkan imbal hasil yang diminta oleh investor.

Fluktuasi nilai tukar juga berperan dalam mempengaruhi yield obligasi (Valchev, 2020). Berdasarkan teori paritas daya beli, nilai tukar suatu negara dapat memengaruhi daya saing instrumen keuangan, termasuk obligasi (Aman et al., 2023). Depresiasi nilai tukar meningkatkan risiko bagi investor asing karena menurunkan nilai investasi mereka dalam mata uang domestik saat dikonversikan kembali ke mata uang asal. Dalam hal ini, yield obligasi cenderung meningkat sebagai kompensasi atas risiko nilai tukar yang lebih tinggi (Trinh et al., 2020).

Beberapa studi empiris mengonfirmasi hubungan antara tingkat suku bunga dan nilai tukar dengan yield obligasi. Studi oleh (Santosa, 2021) mengkaji hubungan antara indikator makroekonomi dan kurva imbal hasil (yield curve) obligasi pemerintah Indonesia, dengan fokus pada faktor-faktor seperti suku bunga, inflasi, dan nilai tukar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga dan inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap pergerakan kurva yield, di mana peningkatan suku bunga acuan

mendorong kenaikan yield obligasi, terutama pada obligasi dengan jangka waktu pendek. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor lebih sensitif terhadap perubahan suku bunga dalam menentukan imbal hasil yang diharapkan, sehingga mencerminkan perubahan dalam kebijakan moneter Indonesia yang berdampak langsung pada pasar obligasi. Selain itu, nilai tukar juga ditemukan berpengaruh pada kurva yield, khususnya pada obligasi jangka panjang, di mana depresiasi rupiah cenderung meningkatkan yield sebagai kompensasi risiko bagi investor asing.

Selain suku bunga dan nilai tukar, indeks harga konsumen (IHK) atau inflasi juga memainkan peran penting dalam menentukan yield obligasi. Menurut teori ekspektasi inflasi, investor akan meminta imbal hasil yang lebih tinggi ketika ekspektasi inflasi meningkat, untuk melindungi daya beli investasi mereka (Nasir et al., 2020). Namun, beberapa penelitian menunjukkan bahwa hubungan ini tidak selalu signifikan karena adanya pengaruh dari faktor lain, seperti intervensi kebijakan moneter dan kondisi pasar.

Studi oleh Bahaa Ali (2023) dan Jiang et al., (2021) juga menemukan bahwa di negara berkembang, pergerakan nilai tukar cenderung memiliki pengaruh yang signifikan terhadap yield obligasi dibandingkan dengan inflasi atau suku bunga. Hal ini dikarenakan fluktuasi nilai tukar dapat mencerminkan stabilitas ekonomi yang direspon oleh investor asing dengan menaikkan permintaan yield yang lebih tinggi untuk menutupi risiko nilai tukar.

Penelitian Tjandrasa et al., (2020) menganalisis pengaruh tingkat inflasi, nilai tukar, pengendalian korupsi, dan stabilitas politik terhadap yield obligasi pemerintah Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat inflasi dan nilai tukar memiliki pengaruh signifikan terhadap yield obligasi, di mana inflasi yang tinggi cenderung meningkatkan yield untuk mengkompensasi risiko penurunan daya beli, sementara depresiasi rupiah terhadap mata uang asing menambah risiko bagi investor asing, sehingga yield juga naik. Selain itu, variabel pengendalian korupsi dan stabilitas politik ditemukan memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan yield obligasi, artinya, semakin baik pengendalian korupsi dan stabilitas politik, yield obligasi cenderung menurun karena meningkatnya persepsi kepercayaan investor terhadap keamanan investasi di Indonesia. Temuan ini menggarisbawahi bahwa selain faktor ekonomi, kondisi tata kelola dan stabilitas politik memainkan peran penting dalam menarik minat investasi pada obligasi pemerintah Indonesia.

Penelitian ini menduga bahwa tingkat suku bunga, nilai tukar, dan indeks harga konsumen (IHK) memiliki pengaruh signifikan terhadap imbal hasil (yield) Surat Utang Negara di Indonesia. Secara khusus, diusulkan bahwa peningkatan tingkat suku bunga akan mendorong kenaikan yield yang diminta oleh investor sebagai kompensasi atas biaya pinjaman yang lebih tinggi. Selain itu, fluktuasi nilai tukar, terutama pelemahan rupiah terhadap mata uang asing, diperkirakan meningkatkan permintaan yield yang lebih tinggi dari investor asing untuk mengimbangi risiko nilai tukar. Sementara itu, kenaikan IHK yang mencerminkan tekanan inflasi domestik juga diharapkan berdampak pada peningkatan yield, karena investor mencari kompensasi lebih besar untuk melawan daya beli yang menurun. Kombinasi ketiga faktor ini diduga memiliki efek simultan yang signifikan terhadap yield Surat Utang Negara, memengaruhi keputusan investor dalam menilai risiko dan keuntungan investasi di pasar obligasi pemerintah.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode analisis regresi linier berganda untuk mengetahui pengaruh variabel makroekonomi terhadap imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia. Desain ini dipilih karena sesuai untuk menganalisis hubungan antara beberapa variabel independen (tingkat suku bunga, nilai tukar, dan indeks harga konsumen) terhadap variabel dependen (yield SUN).

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber terpercaya. Data tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS diambil dari laporan Bank Indonesia (BI), sedangkan data indeks harga konsumen (IHK) diperoleh dari Badan Pusat Statistik (BPS). Data yield SUN didapatkan dari Kementerian Keuangan dan sumber pasar keuangan lainnya. Periode pengamatan dimulai dari tahun 2005 hingga 2023.

Model estimasi didasarkan model Efek Fisher yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga nominal terdiri dari suku bunga riil ditambah ekspektasi inflasi. Dalam pasar obligasi, jika inflasi diantisipasi akan meningkat, tingkat suku bunga nominal akan cenderung naik untuk menyesuaikan dengan ekspektasi inflasi ini. Sebagai hasilnya, yield SUN akan meningkat untuk mencerminkan penyesuaian terhadap perubahan tingkat suku bunga nominal akibat inflasi yang diwakili oleh IHK.

$$Yield = \beta_0 + \beta_1 Bunga + \beta_2 Kurs + \beta_3 IHK$$

Estimasi model persamaan regresi berganda untuk melihat pengaruh suku bunga, kurs dan IHK terhadap imbal hasil (Yield) SUN menggunakan pengujian asumsi klasik untuk menghasilkan estimator yang *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE), (Gujarati, 2021).

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil estimasi regresi pengaruh suku bunga, kurs dan IHK terhadap imbal hasil (Yield) SUN di Indonesia 2005-2023 adalah sebagai berikut:

$$Yield = 17.51438 + 0,144713Bunga - 0.000608Kurs - 0.021849IHK$$

$$t_{stat} = (3.668333) \quad (0.744164) \quad (-3.499529) \quad (-0.778132)$$

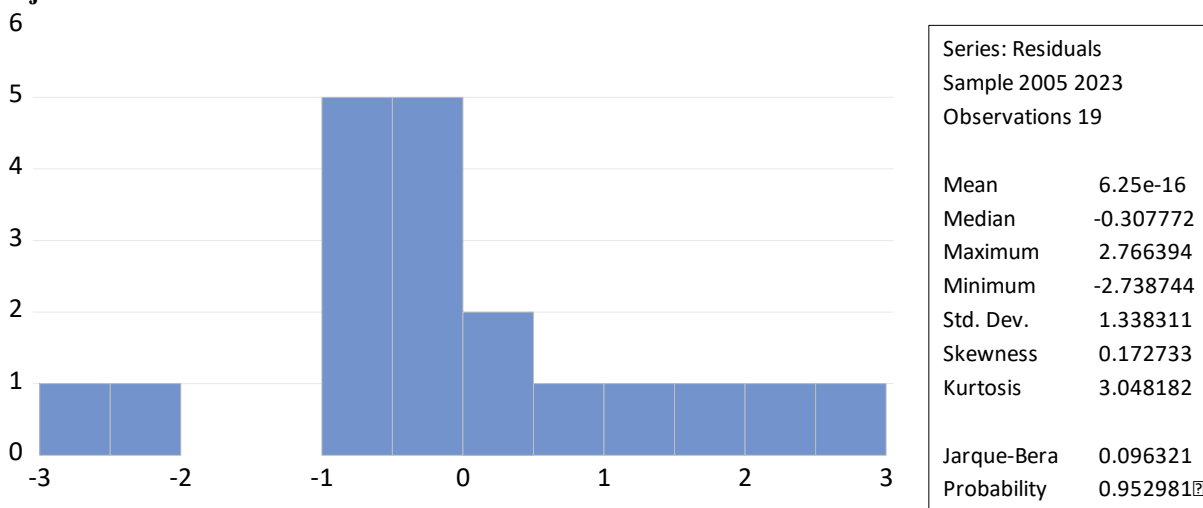
$$R^2 = 0.599809$$

$$F = 7.494$$

$$DW = 2.039921$$

Hasil estimasi dapat dipakai untuk memprediksi imbal hasil (Yield) SUN apabila data berdistribusi normal, tidak mengandung heteroskedastisitas dalam model, terbebas dari asumsi autokorelasi maupun heteroskedastisitas.

#### Uji Normalitas



Gambar 2. Hasil Uji Normalitas Data

Uji normalitas menunjukkan hasil seperti pada gambar di atas yakni nilai probabilitas Jarque-Bera sebesar 0,952981 lebih besar dari nilai toleransi  $\alpha$  5% sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal. Jika data berdistribusi normal, maka asumsi normalitas dalam regresi linier terpenuhi. Distribusi normal pada error term atau residual dalam model regresi memungkinkan penggunaan statistik uji, seperti uji t dan uji F, untuk menguji signifikansi koefisien secara valid dan akurat. Normalitas juga memastikan bahwa interval kepercayaan dan prediksi model lebih andal. Selain itu, data yang berdistribusi normal membantu dalam membuat inferensi statistik yang lebih kuat.

#### Uji Heteroskedastisitas

Tabel 1. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: White			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	1.656297	Prob. F(9,9)	0.2319
Obs*R-squared	11.84719	Prob. Chi-Square(9)	0.2221
Scaled explained SS	7.561869	Prob. Chi-Square(9)	0.5788

Hasil pengujian dengan metode White Test menunjukkan nilai probabilitas Obs\*R-squared lebih besar dari  $\alpha$  5% yakni 0,2221 mengindikasikan bahwa varians dari error term (residual) bersifat konstan atau homoskedastisitas. Selain itu, ketika tidak ada heteroskedastisitas, prediksi model juga lebih andal dan tidak terpengaruh oleh perubahan varians yang dapat mengganggu hasil estimasi.

## Uji Autokorelasi

**Tabel 2. Hasil Uji Autokorelasi**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags			
F-statistic	0.007617	Prob. F(2,13)	0.9924
Obs*R-squared	0.022239	Prob. Chi-Square(2)	0.9889

Hasil pengujian Lagrange Multiplier (Uji -LM) diperoleh nilai probabilitas Obs\*R-Squared sebesar 0,9889 lebih besar dari  $\alpha$  5% sehingga dapat disimpulkan bahwa model tidak terjadi autokorelasi atau error term (residual) pada periode tertentu tidak berkorelasi dengan error term pada periode sebelumnya. Hasil estimasi dari model regresi adalah tidak bias dan efisien, sehingga nilai koefisien yang dihasilkan dapat dipercaya dan memungkinkan interpretasi model menjadi lebih akurat, dan prediksi model lebih andal.

## Uji Multikolinieritas

**Tabel 3. Hasil Uji Multikolinieritas**

Variance Inflation Factors			
Sample: 2005 2023			
Included observations: 19			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	22.79565	201.5165	NA
BUNGA	0.037816	16.31920	1.617335
KURS	3.02E-08	39.88664	1.607513
IHK	0.000788	114.7545	1.262622

Dari tabel diatas, dapat diketahui bahwa nilai Centered VIF pada model persamaan penelitian tidak ada yang melebihi dari 10, hal ini menunjukkan bahwa tidak ada korelasi diantara variabel independen atau tidak terdapat multikolinieritas dalam model penelitian. Model regresi tidak mengalami multikolinieritas, berarti tidak ada hubungan linear yang kuat antara variabel-variabel independen dalam model. Ketidakhadiran multikolinieritas memungkinkan estimasi koefisien regresi yang stabil dan akurat. Dalam kondisi tanpa multikolinieritas, setiap variabel independen dapat memberikan kontribusi informasi unik terhadap variabel dependen, sehingga hasil estimasi lebih dapat dipercaya.

**Tabel 4. Uji Signifikansi**

No	Variabel	Nilai Prob Hit	Signifikansi Alva	Kesimpulan
1	Suku Bunga	0.4683		Tidak Sig
2	Kurs	0.0032	0,05	Sig
3	IHK	0.4486		Tidak Sig

Berdasarkan hasil analisis regresi, nilai probabilitas untuk variabel suku bunga sebesar 0.4683 menunjukkan bahwa secara statistik, suku bunga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia pada tingkat signifikansi 5% atau 1%. Nilai probabilitas ini lebih besar dari 0.05, yang mengindikasikan bahwa perubahan suku bunga tidak memiliki dampak yang berarti terhadap yield SUN dalam konteks penelitian ini. Dengan demikian, meskipun secara teoritis suku bunga sering dikaitkan dengan perubahan yield obligasi, pada data yang digunakan dalam penelitian ini, hubungan tersebut tidak terbukti signifikan.

Untuk variabel nilai tukar, nilai probabilitas sebesar 0.0032 menunjukkan bahwa variabel ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap yield SUN pada tingkat signifikansi 5% dan bahkan pada tingkat 1%. Nilai probabilitas yang lebih kecil dari 0.05 menunjukkan bahwa ada hubungan yang signifikan secara statistik antara nilai tukar dan yield SUN. Hal ini berarti bahwa fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap

dolar AS berdampak signifikan pada imbal hasil SUN, di mana depresiasi atau apresiasi nilai tukar rupiah mungkin mempengaruhi persepsi risiko investor asing dan mengubah ekspektasi imbal hasil yang mereka tuntut sebagai kompensasi risiko nilai tukar.

Sedangkan untuk variabel Indeks Harga Konsumen (IHK), nilai probabilitas sebesar 0.4486 juga menunjukkan bahwa variabel ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap yield SUN pada tingkat signifikansi 5%. Dengan probabilitas yang lebih besar dari 0.05, hasil ini menunjukkan bahwa fluktuasi IHK, yang mencerminkan inflasi, tidak berdampak signifikan pada yield SUN dalam penelitian ini. Meskipun inflasi sering kali dihubungkan dengan perubahan yield karena kebutuhan kompensasi terhadap penurunan daya beli, dalam kasus ini, pengaruh inflasi tidak cukup kuat atau signifikan untuk mempengaruhi imbal hasil obligasi pemerintah secara statistik.

Melalui uji F diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.002710 kurang dari signifikansi alfa 5% yang menunjukkan bahwa secara simultan, variabel suku bunga, kurs dan IHK signifikan mempengaruhi imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN). Nilai R<sup>2</sup> memiliki nilai 0.599809 yang menunjukkan bahwa 59.98 variabel yang dimasukkan dalam model penelitian signifikan mempengaruhi imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN).

## **PEMBAHASAN**

### **Suku Bunga**

Variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia selama periode 2005-2023. Salah satu alasan utamanya adalah bahwa yield SUN mungkin lebih dipengaruhi oleh faktor lain, seperti sentimen pasar global dan arus modal asing, yang bisa jadi lebih dominan daripada perubahan suku bunga domestik. Di negara berkembang seperti Indonesia, pasar obligasi sering kali sangat dipengaruhi oleh aliran modal internasional yang bergerak karena perubahan suku bunga global, terutama suku bunga di negara maju seperti Amerika Serikat. Ketergantungan ini membuat sensitivitas yield SUN terhadap suku bunga domestik menjadi lebih rendah, terutama dalam menghadapi dinamika eksternal.

Selain itu Bank Indonesia sebagai otoritas moneter, mungkin telah menerapkan kebijakan suku bunga dengan mempertimbangkan stabilitas pasar obligasi dan likuiditas SUN. Jika kebijakan suku bunga Bank Indonesia stabil atau berubah secara moderat dalam periode tertentu, dampaknya terhadap yield SUN mungkin tidak begitu terasa. Di sisi lain, investor domestik dan asing yang berinvestasi di SUN mungkin lebih memperhatikan kebijakan fiskal pemerintah atau instrumen kebijakan lainnya, seperti operasi pasar terbuka, untuk mengelola likuiditas dan stabilitas SUN daripada hanya sekadar memperhatikan suku bunga.

Struktur permintaan investor di pasar obligasi Indonesia bisa juga menjadi faktor. Investor di pasar obligasi, terutama yang berorientasi jangka panjang seperti dana pensiun atau perusahaan asuransi, cenderung tidak terlalu terpengaruh oleh fluktuasi suku bunga jangka pendek. Permintaan obligasi oleh investor jangka panjang ini bisa menciptakan stabilitas pada yield SUN, sehingga tidak terlalu terpengaruh oleh perubahan suku bunga acuan yang bersifat jangka pendek. Dengan demikian, yield SUN mungkin lebih merefleksikan persepsi risiko investasi dan kondisi ekonomi makro secara umum daripada sekadar reaksi terhadap perubahan suku bunga acuan.

### **Kurs**

Variabel kurs memiliki pengaruh signifikan terhadap imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia selama periode 2005-2023 karena fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap dolar AS mencerminkan risiko ekonomi yang relevan bagi investor, terutama bagi investor asing. Ketika nilai tukar rupiah mengalami depresiasi, hal ini meningkatkan risiko investasi bagi investor asing, karena penurunan nilai rupiah dapat mengurangi nilai investasi mereka dalam mata uang asing. Sebagai respons terhadap risiko ini, investor asing akan menuntut imbal hasil yang lebih tinggi untuk mengkompensasi potensi kerugian akibat depresiasi rupiah. Dengan demikian, perubahan nilai tukar dapat langsung mempengaruhi tingkat yield yang diminta investor pada SUN untuk mengimbangi risiko kurs yang lebih tinggi.

Selain itu, ketergantungan Indonesia pada aliran modal asing dalam pembiayaan pasar obligasinya turut memperkuat pengaruh nilai tukar terhadap yield SUN. Dalam situasi ketika rupiah melemah, terdapat risiko bahwa aliran modal asing akan berkurang, karena investor cenderung mencari instrumen investasi yang lebih aman dalam menghadapi fluktuasi nilai tukar. Penurunan minat investor asing ini menyebabkan pemerintah harus menawarkan yield yang lebih tinggi pada SUN untuk mempertahankan



daya tariknya. Sebaliknya, ketika nilai tukar stabil atau menguat, yield SUN cenderung turun karena investor merasa lebih percaya diri dalam mempertahankan investasinya, mengurangi kebutuhan untuk kompensasi tambahan atas risiko kurs.

Fluktuasi kurs juga menjadi indikator penting kondisi ekonomi makro yang mempengaruhi persepsi risiko terhadap pasar keuangan Indonesia secara keseluruhan. Kurs yang stabil sering kali diasosiasikan dengan ekonomi yang kuat dan kebijakan moneter yang efektif, yang menambah daya tarik SUN di mata investor asing. Sebaliknya, kurs yang tidak stabil bisa menciptakan ketidakpastian yang lebih tinggi dan meningkatkan persepsi risiko investasi pada SUN (Fei et al., 2021). Oleh karena itu, selama periode 2005-2023, pengaruh kurs terhadap yield SUN sangat signifikan, karena investor menggunakan perubahan nilai tukar sebagai acuan dalam menilai risiko dan ekspektasi imbal hasil mereka dari obligasi pemerintah Indonesia.

### **Indeks Harga Konsumen**

Indeks Harga Konsumen (IHK) yang mencerminkan tingkat inflasi, tidak berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia selama periode 2005-2023. Inflasi di Indonesia selama periode ini relatif terkendali dan tidak mengalami lonjakan yang drastis, sehingga tidak memicu respons yang kuat dari pasar obligasi. Ketika inflasi relatif stabil, investor tidak merasa perlu meminta imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi terhadap risiko inflasi. Hal ini membuat pengaruh IHK terhadap yield SUN menjadi tidak signifikan, terutama dibandingkan dengan faktor lain seperti kurs yang lebih fluktuatif.

Selain itu, Bank Indonesia secara aktif menjaga stabilitas inflasi melalui kebijakan moneter yang ketat, sehingga ekspektasi inflasi pasar juga terkendali. Dengan ekspektasi inflasi yang stabil, investor lebih yakin bahwa daya beli investasi mereka di SUN tidak akan terkikis secara signifikan oleh inflasi (Zorzano Mateos, 2023). Karena itu, mereka tidak membutuhkan imbal hasil tambahan untuk menutupi risiko inflasi yang lebih besar. Stabilitas inflasi ini membuat variabel IHK tidak memberikan dampak langsung terhadap yield SUN (Husaini & Lean, 2021), berbeda dengan variabel kurs yang lebih sering mencerminkan risiko volatilitas jangka pendek.

Dari sisi investor obligasi di Indonesia, terutama investor jangka panjang, seperti dana pensiun dan asuransi, mungkin memiliki toleransi yang lebih tinggi terhadap fluktuasi inflasi yang moderat. Mereka lebih fokus pada keamanan investasi jangka panjang dan persepsi risiko negara, daripada perubahan IHK jangka pendek. Karena itu, meskipun IHK mencerminkan inflasi, yang secara teoritis dapat memengaruhi yield, dalam praktiknya, pengaruh IHK terhadap yield SUN di Indonesia selama 2005-2023 menjadi tidak signifikan.

### **KESIMPULAN**

Berdasarkan hasil analisis terhadap pengaruh tingkat suku bunga, nilai tukar, dan Indeks Harga Konsumen (IHK) terhadap imbal hasil (yield) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia selama periode 2005-2023, ditemukan bahwa hanya nilai tukar yang memiliki pengaruh signifikan terhadap yield SUN. Nilai tukar rupiah terhadap dolar AS berdampak langsung pada yield SUN, terutama karena fluktuasi nilai tukar mencerminkan risiko bagi investor asing. Ketika nilai tukar rupiah melemah, investor cenderung menuntut imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko nilai tukar yang lebih besar, sehingga yield SUN meningkat. Ini menunjukkan bahwa pasar obligasi Indonesia sangat dipengaruhi oleh kondisi nilai tukar, yang menjadi acuan penting bagi investor dalam menilai risiko investasi.

Di sisi lain, tingkat suku bunga dan IHK tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap yield SUN selama periode yang dianalisis. Hal ini bisa disebabkan oleh stabilitas kebijakan suku bunga dan inflasi yang terkendali di Indonesia, yang tidak menimbulkan lonjakan permintaan yield tambahan dari investor. Stabilitas inflasi dan kebijakan suku bunga yang diterapkan oleh Bank Indonesia selama periode ini mungkin telah membantu menciptakan ekspektasi pasar yang stabil, sehingga tidak memengaruhi yield secara langsung. Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dalam konteks pasar obligasi Indonesia, nilai tukar merupakan variabel kunci yang perlu diperhatikan dalam analisis yield SUN, sementara suku bunga dan IHK tidak berperan signifikan dalam mempengaruhi imbal hasil obligasi pemerintah.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aman, A., Isa, M. Y., & Naim, A. M. (2023). The role of macroeconomic and financial factors in bond market development in selected countries. *Global Business Review*, 24(4), 626–641.
- Bahaa Ali, T. (2023). *Yield Curves and Macro Variables Interactions and Predictions*.
- Fei, C., Fei, W., Rui, Y., & Yan, L. (2021). International investment with exchange rate risk. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 28(2), 225–241.
- Gujarati, D. N. (2021). *Essentials of econometrics*. Sage Publications.
- Husaini, D. H., & Lean, H. H. (2021). Asymmetric impact of oil price and exchange rate on disaggregation price inflation. *Resources Policy*, 73, 102175.
- Jiang, Z., Krishnamurthy, A., & Lustig, H. (2021). Foreign safe asset demand and the dollar exchange rate. *The Journal of Finance*, 76(3), 1049–1089.
- Nasir, M. A., Huynh, T. L. D., & Vo, X. V. (2020). Exchange rate pass-through & management of inflation expectations in a small open inflation targeting economy. *International Review of Economics & Finance*, 69, 178–188.
- Santosa, P. W. (2021). Macroeconomic indicators and yield curve of Indonesian government bond. *Business, Management and Economics Engineering*, 19(1), 34–48.
- Tjandrasa, B. B., Ariwibowo, A., & Jewarut, R. (2020). The Influence of Inflation Rate, Exchange Rate, Corruption Control, and Political Stability to Indonesian Government Bond Yield. *Petra International Journal of Business Studies*, 3(1), 18–22.
- TRINH, Q. T., NGUYEN, A. P., NGUYEN, H. A., & NGO, P. T. (2020). Determinants of Vietnam government bond yield volatility: A GARCH approach. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(7), 15–25.
- Valchev, R. (2020). Bond convenience yields and exchange rate dynamics. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2), 124–166.
- Zorzano Mateos, A. (2023). *Analysis of the impact of inflation against assets and creation of an investment strategy to hedge against inflation*.