

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Indonesia sebagai negara memiliki modal yang kuat. Salah satunya berupa jumlah penduduk produktif yang besar sebagai bonus demografi, yang diperkirakan bisa mendukung pertumbuhan ekonomi hingga 2030, apabila dapat dimanfaatkan dengan baik. Namun demikian untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang tinggi, maka diperlukan investasi di berbagai bidang. Dalam Rencana Pembangunan Jangka Menengah (RPJMN), pemerintah menargetkan sasaran pertumbuhan ekonomi rata-rata 5,7-6,0 persen per tahun. Untuk itu diperkirakan akan ada kebutuhan pendanaan untuk investasi hingga Rp 35.455 triliun sepanjang 2020-2024. Dari total keperluan pendanaan tersebut, maka pemerintah dan BUMN akan berkontribusi sebesar 18,9% dan sisanya akan dipenuhi oleh swasta dan masyarakat. Menurut RPJMN, pembiayaan investasi diupayakan melalui pendalaman sektor keuangan baik bank maupun non-bank, antara lain melalui peningkatan inklusi keuangan, perluasan inovasi produk keuangan, pengembangan infrastruktur jasa keuangan, dan optimalisasi alternatif pembiayaan.

Pasar uang adalah salah satu sumber pembiayaan ekonomi sekaligus mekanisme pengelolaan risiko bagi pelakunya. Secara umum pasar uang adalah bagian dari pasar finansial yang mencakup transaksi jual-beli, pendanaan dan transaksi derivatif, yang memiliki jangka waktu sampai dengan satu tahun. Jenis transaksi pasar uang mencakup pasar *interbank call money*, pasar jual-beli surat berharga, pasar repo/reverse repo, produk pendanaan atau pinjam-meminjam

lainnya, swap dan produk derivatif suku bunga. Transaksi repo atau reverse repo merupakan salah satu produk dasar pada pasar finansial khususnya pasar uang, dan dapat digolongkan sebagai jenis transaksi pendanaan atau pinjam-meminjam. Pasar uang yang likuid dan efisien akan membantu memperbesar kapasitas pendanaan perekonomian. Pentingnya pengembangan pasar uang dan pasar repo di Indonesia telah menjadi perhatian bersama. Salah satunya diwujudkan melalui inisiatif Blueprint Pengembangan Pasar Uang (BPPU) 2025 yang dijalankan oleh Bank Indonesia.

Pasar repo secara global diperkirakan memiliki *outstanding* lebih dari 15 triliun Euro dengan *turnover* harian sekitar 3 triliun Euro (ICMA 2018). Sementara di Indonesia, pada periode 2020 hingga kuartal ketiga 2021, volume harian transaksi repo obligasi yang dilakukan perbankan dan bank sentral berkisar antara 40 hingga 60 triliun rupiah. Sebagian besar transaksi repo ini dilakukan antara bank dengan bank sentral, dan sisanya merupakan transaksi repo antar bank.

Potensi perkembangan transaksi repo obligasi di Indonesia sebagai salah satu alternatif sumber pendanaan jangka pendek dan menengah sangatlah besar. Aset dasar atau jaminan transaksi repo umumnya berupa obligasi pemerintah/surat berharga negara. Aset ini memiliki *outstanding* yang besar dan belum dimanfaatkan secara optimal. Penerbitan surat berharga negara secara berkala telah menjadi sumber utama dari pembiayaan defisit anggaran negara. Defisit anggaran Indonesia 2021 sebesar Rp 784 triliun didukung oleh penerbitan obligasi pemerintah sebanyak Rp 924 triliun (secara nett). Dari data DJPPR Kementerian Keuangan per Desember 2021, terdapat Rp 4.678 triliun *outstanding* surat berharga negara yang dapat diperdagangkan. Dari jumlah tersebut, perbankan memiliki 34% atau Rp 1.591

triliun. Sementara Bank Indonesia memegang sekitar 17% atau Rp 800 triliun (secara net). Asuransi dan dana pensiun berinvestasi pada obligasi negara sebesar Rp 655 triliun atau sekitar 14%. Oleh karenanya, volume transaksi repo obligasi antar bank di Indonesia masih sangatlah kecil apabila dibandingkan dengan aset dasarnya yang berupa surat berharga negara/ obligasi pemerintah.

Perbankan Indonesia bertumpu pada Dana Pihak Ketiga sebagai sumber utama pendanaan jangka pendek, yang didukung oleh transaksi *interbank call money* serta FX swap di pasar uang rupiah dan pasar valas. Berdasarkan data OJK, per Oktober 2021, jumlah total aset bank umum adalah sebesar Rp 9.824 triliun sedangkan Dana Pihak Ketiga (DPK) perbankan telah mencapai Rp 7.244 triliun, dengan Rp 2.889 triliun diantaranya dalam bentuk deposito. Kontribusi repo/reverse repo dalam penyediaan likuiditas bagi perbankan masih dapat dikatakan minimal. Pertumbuhan DPK lebih pesat ketimbang pertumbuhan aset pinjaman mengarah pada kondisi likuiditas rupiah perbankan yang besar. Terlebih sejak era pandemi dimana Bank Indonesia menempuh kebijakan *quantitative easing* untuk menjaga likuiditas di pasar uang.

Sementara itu, lembaga keuangan non bank dan korporasi masih mengandalkan kredit perbankan sebagai sumber pendanaan jangka pendek. Alternatif pendanaan lain seperti penerbitan surat berharga komersial dan repo/reverse repo relatif belum berkembang.

Meskipun sederhana, repo/reverse memiliki banyak kegunaan bagi pelaku pasar finansial. Fungsi dasar transaksi repo/reverse repo sebagai transaksi pendanaan dengan jaminan (*collateralized financing*) idealnya dapat membantu menjaga stabilitas pasar keuangan, terutama dalam kondisi ketidakpastian atau

krisis. Jika dibandingkan dengan pinjaman tanpa jaminan (*unsecured financing*) seperti *interbank call money*, seharusnya repo merupakan sumber pendanaan yang lebih stabil karena adanya jaminan dan beberapa elemen kunci lainnya. Skema transaksi repo memungkinkan pemberi pinjaman untuk meminjamkan dana yang lebih besar dan atau dengan jangka waktu yang lebih panjang daripada *unsecured financing*. Oleh karena itu repo/reverse repo berpotensi menjadi alternatif skema pendanaan baik jangka pendek maupun jangka menengah-panjang.

Pada saat kondisi krisis, maka risiko kredit umumnya meningkat, membuat pelaku pasar akan menghindari transaksi yang lebih berisiko seperti *interbank call money* atau produk *unsecured financing lainnya*, sehingga mengganggu distribusi pendanaan di pasar keuangan. Dalam situasi ini transaksi repo/reverse repo memainkan peranan penting untuk menjaga likuiditas dan mengurangi risiko pendanaan. Repo/reverse repo juga digunakan secara luas sebagai instrumen operasi pasar terbuka sekaligus sarana pendukung transmisi kebijakan moneter bank sentral dan sebagai acuan (*benchmark*) suku bunga bebas risiko.

Repo mengurangi risiko sistemik pada kondisi *stressed market* dengan memungkinkan institusi untuk sementara mengubah aset menjadi uang tunai tanpa harus melakukan penjualan secara putus (*outright sales*). *Supply* yang berlebihan dalam kondisi stress akan memicu *fire sale* surat berharga dan menyebabkan kejatuhan nilai aset. Pasar repo yang likuid sangat penting untuk menciptakan kapasitas penyerap (*absorbing capacity*) terhadap guncangan pasar keuangan. Pasar repo yang likuid akan menambah kapasitas *wholesale funding* bagi pelaku pasar, sehingga menciptakan distribusi likuiditas yang lebih sehat. Pasar repo yang likuid dan berkembang baik merupakan pondasi yang sangat penting untuk kedalaman

dan stabilitas pasar uang.

Selain berfungsi sebagai instrumen pendanaan yang lebih stabil, maka transaksi repo/reverse repo berpotensi mengoptimalkan *return* bagi pelaku pasar terutama perbankan, dan pengelola portfolio surat berharga seperti investor, asuransi atau dana pensiun. *Net Interest Margin* (NIM) perbankan di Indonesia telah berangsur turun dalam 6 tahun terakhir, dan saat ini mengalami kondisi *flush liquidity* dengan pertumbuhan DPK lebih besar dari pertumbuhan aset pinjaman. Akibatnya, perbankan melakukan banyak investasi pada surat berharga. Transaksi repo/reverse repo memungkinkan bank untuk mendapatkan likuiditas murah dengan memanfaatkan surat berharga yang dimilikinya, dan melakukan investasi lanjutan yang menghasilkan *return* lebih optimum. Bagi pelaku pasar non-bank seperti asuransi dan dana pensiun, transaksi repo bisa menjadi alternatif optimalisasi return dari portfolio surat berharganya atau sebagai sarana penempatan dana yang rendah risiko.

Dalam konteks pasar finansial global, pasar repo dan pasar *securities borrowing-lending* yang likuid dapat berkontribusi pada likuiditas pasar obligasi. Likuiditas pasar repo yang baik dapat meningkatkan permintaan investor untuk obligasi dan berkontribusi positif pada proses penemuan harga, sehingga dapat meningkatkan likuiditas pasar obligasi. Pasar repo yang kuat akan menjadi salah satu instrumen pendanaan yang memfasilitasi mobilitas aset dan aliran modal yang lebih besar. Efek positif tersebut pada akhirnya akan membantu upaya pembiayaan perekonomian.

Di Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan Indonesia (OJK) mendorong peningkatan penggunaan repo dengan menerbitkan peraturan tentang repo. Diawali

dengan POJK 9/POJK.04/2015 yang memperkenalkan kewajiban penggunaan *Global Master Repurchase Agreement* (GMRA) Indonesia sebagai perjanjian induk untuk semua transaksi repo/reverse repo yang menggunakan jaminan surat berharga yang diterbitkan dan terdaftar di Indonesia. Semua jenis transaksi repo/reverse repo dengan jaminan berupa surat berharga yang terdaftar di Indonesia dan diawasi oleh regulator dalam negeri, diwajibkan menggunakan GMRA Indonesia sebagai perjanjian induknya. POJK tersebut berkontribusi meningkatkan kepastian hukum terkait transaksi repo/reverse repo di Indonesia. Peraturan tersebut memiliki fungsi diantaranya adalah untuk memastikan pengakuan atas *transfer of title* jaminan repo. Adanya peraturan ini juga meminimalkan risiko karakterisasi ulang repo (*recharacterization risk*) dari sudut pandang hukum di Indonesia.

Bank Indonesia dan OJK sebagai regulator terus aktif berupaya mengembangkan pasar repo obligasi melalui inisiasi BPPU 2025, penerbitan serangkaian regulasi, mendorong adanya *market standard* repo, pengembangan infrastruktur, *moral suasion*, dan edukasi pasar yang terus-menerus. Masih terdapat banyak tantangan dalam upaya pendalaman pasar repo, diantaranya menyangkut kesiapan sistem dan pelaku pasar, penemuan harga, dan infrastruktur. Apabila hal-hal tersebut dapat dibenahi, penulis yakin akan terjadi *shifting* dari ketergantungan pada PUAB atau *interbank call money* ke transaksi repo/reverse repo.

Meskipun diskusi mengenai perkembangan pasar repo sudah dilakukan, namun berdasarkan pengamatan penulis, masih cukup terbatas penelitian dijabarkan dalam tulisan ilmiah guna menambah pengetahuan terhadap transaksi repo obligasi di Indonesia dari sudut pandang pasar finansial. Menurut hemat kami, pemahaman terhadap karakteristik pasar repo di Indonesia adalah tahapan penting

untuk pengembangan pasar repo dan pasar uang yang lebih baik kedepannya.

Analisa deskriptif dan uji statistik dalam penelitian ini dilakukan untuk menambah pengetahuan atas karakteristik dan struktur pasar repo di Indonesia saat ini, sehingga memperdalam pemahaman pelaku pasar, peneliti lain dan pembuat kebijakan. Karakteristik pasar repo di Indonesia selanjutnya dapat dibandingkan dengan pasar repo di negara-negara lain sebagai upaya *benchmarking* dan identifikasi *gap* yang mungkin ada. Ini merupakan langkah awal dalam upaya untuk mengidentifikasi peluang dan strategi penguatan dan pendalaman pasar uang di Indonesia.

Selain itu sejauh pengetahuan penulis, belum terdapat penelitian di Indonesia yang secara khusus memberikan pedoman bagi penentuan besaran *collateral haircut* untuk transaksi repo/reverse repo dengan obligasi pemerintah sebagai jaminan/aset dasar. Dalam prakteknya, untuk menentukan haircut, pelaku pasar masih mempergunakan *rule of thumb* berdasarkan pengalaman dan kesepakatan antar pelaku. *Rule of thumb* ini kemudian disetujui sebagai standar pasar untuk menentukan haircut yang dapat diterima. Hingga saat ini pelaku pasar antar bank mempergunakan patokan standarisasi haircut sebesar 10% untuk transaksi repo/reverse antar bank. Sedangkan untuk transaksi repo antara bank dengan Bank Indonesia, dipergunakan standarisasi haircut lain yang berbeda, bergantung pada jenis dan tenor dari surat berharga pemerintah yang digunakan sebagai aset dasar. Kisaran haircut repo dengan Bank Indonesia adalah antara 0% hingga 7,5%. Namun perlu dicatat bahwa tidak ada pemberlakuan *margining* periodik pada transaksi repo dengan Bank Indonesia.

Dalam tesis ini dilakukan observasi data historis untuk menghasilkan

rekomendasi perhitungan *collateral haircut* repo berdasarkan metode Value at Risk (VaR). Melalui tulisan ini setidaknya pelaku pasar akan mendapatkan referensi penentuan haircut yang berbasis data historis dengan menggunakan metode VaR yang telah dikenal cukup luas.

1.2 Perumusan Masalah

- Dalam rangka pengembangan pasar repo dan pasar keuangan di Indonesia, perlu pemahaman komprehensif atas kondisi saat ini, sebagai pijakan dalam mengidentifikasi upaya pendalaman pasar. Penelitian ini berusaha mendeskripsikan karakteristik pasar repo, yang meliputi produk (jangka waktu transaksi, jaminan yang digunakan), pelaku pasar, harga, infrastruktur dan fungsi utama transaksi repo/reverse repo di Indonesia.
- Saat ini pelaku pasar masih memberlakukan haircut standar yang disepakati (umumnya yaitu 10% atau 5%) atas dasar *rule of thumb*. Sebagian transaksi juga kemungkinan akan mengacu pada standarisasi haircut repo antara bank dengan Bank Indonesia. Mengingat bahwa jaminan transaksi repo/reverse repo antar bank di Indonesia umumnya hanya menggunakan obligasi pemerintah, menarik untuk diteliti berapa besaran *collateral haircut* ideal yang dapat diterima kedua pihak, cukup menarik bagi pelaku pasar namun tetap efektif dalam hal manajemen risiko. Penentuan haircut tersebut sebaiknya didasarkan atas metode perhitungan yang dapat dipertanggungjawabkan.
- Pada periode yang dianalisis, tingkat bunga repo/reverse repo antar bank untuk tenor jangka pendek seringkali berada pada level yang lebih tinggi daripada bunga pasar uang antar bank atau lazim dikenal sebagai *interbank call money*

(*unsecured financing*). Kejadian ini didefinisikan sebagai fenomena harga. Adanya fenomena harga ini tentunya menimbulkan pertanyaan, mengingat bahwa transaksi repo/reverse repo sebagai transaksi pendanaan dengan jaminan merupakan transaksi yang berisiko lebih rendah dibandingkan transaksi *interbank call money* yang tanpa disertai jaminan. Dalam tesis ini dilakukan analisa atas variabel-variabel tertentu untuk menjelaskan pengaruhnya terhadap kondisi fenomena harga dimaksud.

Adapun pertanyaan penelitian dalam tesis ini adalah :

1. Bagaimanakah karakteristik utama yang dapat diidentifikasi pada pasar repo/reverse di Indonesia.
2. Sehubungan dengan besaran haircut transaksi repo/reverse repo antar bank dengan obligasi pemerintah sebagai jaminan. Berapakah besaran haircut yang dapat direkomendasikan melalui pendekatan perhitungan Value at Risk (VaR) untuk berbagai seri obligasi yang lazim dipakai sebagai jaminan repo.
3. Dalam kaitannya terhadap fenomena harga, yaitu situasi dimana kuotasi bunga repo antar bank lebih tinggi dari tingkat bunga *interbank call money* atau Pasar Uang Antar Bank (PUAB). Apa sajakah faktor-faktor yang dapat diidentifikasi berpengaruh secara probabilitas dalam menciptakan kondisi fenomena tersebut.

1.3 Tujuan Penelitian

Secara ringkas penelitian ini bertujuan untuk “Mendeskripsikan dan menganalisa karakteristik pasar repo/reverse repo obligasi di Indonesia dan memberikan penjelasan terhadap faktor-faktor yang berpengaruh terhadap

tebentuknya fenomena harga repo, serta menerapkan perhitungan VaR dalam penentuan *collateral haircut grid* transaksi repo obligasi pemerintah”.

Secara lebih rinci tujuan penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Mendeskripsikan dan menganalisis karakteristik pasar repo di Indonesia. Karakteristik ini dijelaskan melalui kondisi pasar, produk, fungsi transaksi repo/reverse repo, dan faktor yang berkorelasi terhadap kuotasi harga repo/reverse repo di pasar uang Indonesia.
2. Merekomendasikan *VaR-based haircut grid* untuk transaksi repo/reverse repo antar bank di Indonesia dengan obligasi pemerintah sebagai jaminan.
3. Mengidentifikasi faktor-faktor yang secara probabilitas dapat menimbulkan fenomena harga, dimana tingkat kuotasi harga reverse repo interbank lebih tinggi dibandingkan dengan suku bunga *interbank call money* (PUAB).
4. Mengidentifikasi peluang dan saran-saran yang dapat diajukan dalam rangka edukasi pelaku pasar dan untuk memperdalam pasar repo obligasi di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Beberapa pihak berikut diharapkan bisa mengambil manfaat dari tulisan ini yaitu:

1. Pelaku pasar dan penentu kebijakan, dimana penelitian ini dapat menyumbangkan ide mengenai hal-hal penting apa saja yang perlu diperhatikan dalam upaya memperdalam pasar repo/reverse repo dan pasar uang di masa yang akan datang.
2. Praktisi, emiten, dan investor pasar modal, dimana penelitian ini dapat berguna untuk menambah referensi mengenai eksistensi, manfaat, dan keterbatasan

pasar repo dalam konteks pasar uang di Indonesia.

3. Akademisi dan pihak-pihak yang berkepentingan dan kalangan luas, dimana penelitian ini dapat berguna untuk kepentingan edukasi pasar, memberi ide untuk agenda penelitian mendatang, dan menambah pengetahuan mengenai karakteristik pasar repo/reverse repo di Indonesia.

1.5 Keterbatasan Penelitian

- Subyek penelitian ini terbatas pada pasar transaksi repo berdenominasi rupiah yang dilakukan pelaku pasar antar bank dengan menggunakan jaminan berupa obligasi pemerintah. Pelaku pasar transaksi ini berkisar 30 bank umum, dari total sekitar 106 bank umum yang ada di Indonesia. Karena likuiditas transaksi repo yang terbatas pada tenor jangka pendek, maka penelitian ini hanya fokus pada repo tenor hingga 1 minggu dan *overnight*. Repo/Reverse repo yang dilakukan diluar perbankan atau dengan jaminan berupa surat berharga lain selain obligasi pemerintah adalah di luar lingkup penelitian ini,
- Perhitungan *VaR-based collateral haircut* dalam tesis ini didasarkan pada variabel penentuan haircut berupa pergerakan historis harga obligasi, dengan menggunakan asumsi *confidence level* dan *Margin Period of Risk tertentu*. Dengan demikian perhitungan haircut dimaksud dititikberatkan pada faktor volatilitas harga obligasi, dan tidak memperhitungkan faktor spesifik lain seperti misalnya *probability of default counterparties* atau risiko likuiditas obligasi. Perhitungan VaR (Value at Risk) sebagai metode penentuan *collateral haircut* dalam penelitian ini terbatas pada obyek perhitungan yaitu seri obligasi pemerintah dengan kupon tetap (seri FR). Oleh karena itu maka

rekomendasi *haircut grid* yang dihasilkan sebaiknya hanya diterapkan untuk transaksi repo berdenominasi rupiah dengan jaminan berupa obligasi pemerintah rupiah berkupon tetap. Perlu dicatat bahwa transaksi repo dimaksud adalah transaksi repo standar dalam denominasi rupiah, yang disertai dengan klausa *margining* harian.

- Batas periode observasi dalam penelitian adalah periode Januari 2017 hingga Juli 2021. Periode awal 2017 sengaja dipilih agar data historis yang ada diharapkan dapat merepresentasikan situasi pasar terkini dengan memberikan rentang waktu yang cukup bagi perkembangan pasar pasca pemberlakuan POJK 9/POJK.04/2015 mengenai repo dan implementasi GMRA Indonesia di awal tahun 2016. Khusus mengenai analisa statistik fenomena harga, maka periode observasi focus pada periode 2019 hingga Juli 2021.
- Akibat keterbatasan atas akses informasi publik dan data pelaporan yang lengkap untuk transaksi repo/reverse repo, maka penelitian ini berusaha memaksimalkan data sekunder yang tersedia. Data tersebut diperoleh dari halaman daring Bank Indonesia, pelaporan data harian Bank Indonesia, serta data yang disajikan oleh lembaga yang kredibel seperti Bloomberg dan Refinitiv-Eikon. Variabel yang digunakan dalam analisa statistik fenomena harga (variabel dependen) terbatas pada beberapa variabel (total berjumlah 4 variabel independen) yang tersedia informasinya secara terbatas, yaitu : data kuota repo/reverse repo oleh pelaku pasar, perubahan total outstanding harian operasi moneter Bank Indonesia, perubahan suku bunga pasar uang seperti INDONIA dan JIBOR, serta rata-rata harian volume repo dan pasar uang antar bank, dan *time-lag* atau kondisi harga periode sebelumnya.

Beberapa variabel lain yang mungkin berpengaruh terhadap fenomena harga, seperti misalnya segmentasi pasar, volume transaksi harian, serta likuiditas harian bank yang jatuh tempo - berada di luar lingkup analisa statistik dalam penelitian ini.

