# BAB I

# PENDAHULUAN

## A. Latar Belakang

Sukuk negara, sebagai salah satu instrumen pembiayaan syariah yang diterbitkan oleh pemerintah, telah menjadi pilihan investasi strategis dalam kerangka pengelolaan utang negara dan pengembangan pasar keuangan syariah nasional. Dalam arsitektur keuangan negara, pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) merupakan elemen vital untuk menjamin kesinambungan fiskal dan akselerasi pembangunan nasional. Salah satu instrumen utama dalam pembiayaan defisit anggaran adalah penerbitan Surat Berharga Syari'ah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara, yang landasan hukumnya tercantum dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang SBSN.[2]

Penerbitan SBSN berfungsi sebagai instrumen untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan APBN dengan prinsip syariah dan sebagai alat pengembangan pasar keuangan syariah di Indonesia. Dalam kerangka strategi tersebut, pemerintah mengidentifikasi adanya kebutuhan mendesak untuk memperluas basis investor domestik, khususnya pada segmen ritel. Terlibatnya investor ritel tidak hanya untuk meningkatkan ketahanan pembiayaan negara terhadap volatilitas arus modal asing, tetapi juga sebagai medium untuk meningkatkan inklusi dan literasi keuangan

[2] "UNDANG-UNDANG REPUBLIK INDONESIA NOMOR.19 TAHUN 2008.

syariah di Indonesia. Akan tetapi, segmen investor ritel bukanlah entitas pasar yang homogen. Terdapat heterogenitas yang signifikan dalam hal preferensi risiko, kebutuhan likuiditas, dan tujuan investasi. Sebagian investor memiliki toleransi risiko yang memadai dan membutuhkan instrumen yang likuid untuk diperdagangkan sewaktu-waktu. Di sisi lain, terdapatsegmen investor terutama investor pemula atau yang berprofil konservatif yang memprioritaskan keamanan nilai pokok investasi dan menginginkan imbal hasil yang dapat diprediksi serta terlindung dari risiko penurunan suku bunga.

Kondisi permintaan di pasar ritel ini mendorong Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan untuk menerapkan strategi diferensiasi produk. Strategi ini bertujuan untuk mengisi ceruk pasar yang berbeda (market niche) secara efektif. Untuk itu, Sukuk Negara dibedakan menjadi dua instrumen utama, yakni Sukuk Ritel (SR) dan Sukuk Tabungan (ST).[3]

Diferensiasi fundamental kedua instrumen ini terletak pada karakteristik perdagangan dan strukturnya. Sukuk Ritel (SR) dirancang sebagai instrumen yang bersifat tradable atau dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Karakteristik ini memberikan fleksibilitas likuiditas bagi pemegangnya, namun secara simultan mengekspos investor pada risiko pasar, di mana harga instrumen dapat berfluktuasi sehingga menimbulkan

[3] Aziz Mizanul Amal, Abdurrahman Faiz, and Muhammad Adi Bintara, "Peran Sukuk Dalam Stabilitas Moneter Di Indonesia," *Jurnal Nuansa: Publikasi Ilmu Manajemen Dan Ekonomi Syariah* 2, no. 4 (2024): 347–59.

potensi capital gain atau capital loss dan imbal hasil dalam sukuk ritel bersifat tetap (fixed rate).

Sebaliknya, Sukuk Tabungan (ST) dirancang sebagai instrumen yang bersifat non-tradable atau tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Hal ini menjadikan nilai pokok investasi terjaga penuh hingga jatuh tempo. Untuk mengakomodasi kebutuhan likuiditas, sukuk tabungan dilengkapi dengan fasilitas early redemption (pencairan lebih awal) dengan syarat dan ketentuan tertentu.

Sukuk ritel merupakan instrumen investasi berbasis syariah yang ditujukan kepada investor individu dalam negeri. Di Indonesia, sukuk telah menjadi bagian dari sistem keuangan nasional, khususnya melalui penerbitan Sukuk Negara Ritel (SR) oleh pemerintah. Sukuk Ritel menawarkan alternatif investasi yang menarik bagi investor individu karena karakteristiknya yang mudah diakses, berdenominasi rupiah, dan relatif aman karena dijamin oleh negara. Perkembangan pasar sukuk di Indonesia menunjukkan potensi yang besar, sejalan dengan visi Indonesia sebagai pusat keuangan syariah global. Grafik 1.1 menjelaskan tentang imbal hasil sukuk ritel di Indonesia dengan data yang diambil adalah rata-rata setiap tahun dalam periode tahun 2009 sampai tahun 2024 yaitu:

**Tabel 1.1**

**Imbal Hasil Sukuk Ritel**

| Jenis Sukuk | Imbal Hasil/Tahun | Masa Tenor | Tahun Terbit |
|---|---|---|---|
| SR01 | 12% | 3 Tahun | 2009 |
| SR02 | 9,5% | 3 Tahun | 2010 |
| SR03 | 8,15% | 3 Tahun | 2011 |
| SR04 | 6,5% | 3 Tahun | 2012 |
| SR05 | 6% | 3 Tahun | 2013 |
| SR06 | 8,75% | 3 Tahun | 2014 |
| SR07 | 8,25% | 3 Tahun | 2015 |
| SR08 | 8,3% | 3 Tahun | 2016 |
| SR09 | 6,9% | 3 Tahun | 2017 |
| SR010 | 5,9% | 3 Tahun | 2018 |
| SR011 | 8,05% | 3 Tahun | 2019 |
| SR012 | 6,3% | 3 Tahun | 2020 |
| SR013 | 6,05% | 3 Tahun | 2020 |
| SR014 | 5,47% | 3 Tahun | 2021 |
| SR015 | 5,1% | 3 Tahun | 2021 |
| SR016 | 4,95% | 3 Tahun | 2022 |
| SR017 | 5,9% | 3 Tahun | 2022 |
| SR018 | 6,25% | 3 Tahun | 2023 |
| SR018 | 6,4% | 5 Tahun | 2023 |
| SR019 | 5,95% | 3 Tahun | 2023 |
| SR019 | 6,1% | 5 Tahun | 2023 |
| SR020 | 6,3% | 3 Tahun | 2024 |
| SR020 | 6,4% | 5 Tahun | 2024 |

Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementrian Keuangan Republik Indonesia, data diolah peneliti 2025.

Pada fase penerbitan pertama SR01 pada tahun 2009 menawarkan kupon sangat tinggi sebesar 12,00%. Angka ini merefleksikan kondisi pasca krisis keuangan global 2008, di mana Bank Indonesia masih

mempertahankan BI-Rate pada level yang relatif tinggi 7,75% pada bulan Februari 2009 untuk menjaga stabilitas makroekonomi. Tingginya kupon juga diperlukan untuk menarik minat investor pada instrumen yang relatif baru. Seiring dengan stabilnya perekonomian domestik dan terkendalinya inflasi, terjadi tren penurunan BI-Rate. Hal ini secara langsung terjadi pada penetapan kupon sukuk ritel. Terdapat pada SR06 (8,75%) yang diterbitkan pada tahun 2014, yang bertepatan dengan periode pasca taper tantrum dan kenaikan BI-Rate untuk menstabilkan nilai tukar Rupiah. Kupon SR010 sebesar (5,90%) pada tahun 2018 juga mencerminkan kondisi BI-Rate yang mulai terjadi kenaikan. Meskipun SR011 pada tahun 2019 terjadi kenaikan ke angka 8,05% akibat pengetatan moneter BI pada tahun 2018, fase selanjutnya didominasi oleh kebijakan moneter yang sangat akomodatif. Tahun 2020-2022 fase penurunan awal hingga kenaikan menjelang akhir. Imbal hasil SR cenderung menurun dari SR013 (6,05%) di tahun 2020 menjadi SR016 (4,95%) di awal tahun 2022.[4] Penurunan ini dipengaruhi oleh kebijakan moneter yang longgar dan BI-Rate yang rendah pada masa pandemi COVID-19 untuk mendorong pemulihan ekonomi. Namun, menjelang akhir 2022, imbal hasil SR017 (5,90%) menunjukkan kenaikan signifikan. Kenaikan ini dapat diatributkan pada respons terhadap inflasi global yang meningkat dan pengetatan kebijakan moneter oleh bank sentral di berbagai negara, termasuk potensi kenaikan BI-Rate Bank Indonesia.

[4] Kementerian Keuangan Republik Indonesia, *Laporan Kinerja Badan Kebijakan Fiskal*, *Laporan Kinerja Badan Kebijakan Fiskal*, 2021.

Tahun 2023-2024 terjadi fase kenaikan dan diferensiasi tenor. Imbal hasil sukuk ritel secara konsisten menunjukkan peningkatan, terutama dengan diperkenalkannya opsi tenor yang berbeda yaitu dengan masa tenor 3 tahun dan 5 tahun. SR018 (2023) menawarkan imbal hasil mencapai 6,25% (T3) dan 6,40% (T5). SR020 (2024) menawarkan imbal hasil sedikit berfluktuasi menjadi 6,30% (T3) dan 6,40% (T5).

Jadi mulai tahun 2023, Kementerian Keuangan memperkenalkan penerbitan SR dengan dua tenor yang berbeda yaitu 3 tahun dan 5 tahun. Secara konsisten, imbal hasil untuk tenor 5 tahun selalu lebih tinggi dibandingkan dengan tenor 3 tahun (SR018, SR019, SR020, SR021). Fenomena ini, yang dikenal sebagai yield curve positif, adalah hal yang lazim di pasar obligasi. Investor menuntut premi risiko yang lebih tinggi untuk obligasi dengan jatuh tempo lebih panjang karena adanya ketidakpastian yang lebih besar terkait suku bunga di masa depan, inflasi, dan risiko likuiditas. Beberapa faktor utama yang mempengaruhi penetapan imbal hasil sukuk ritel yaitu BI-Rate Bank Indonesia.

Imbal hasil sukuk dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi, termasuk BI-Rate, inflasi, serta nilai tukar. Pemilihan tiga variabel independen, yakni suku bunga, nilai tukar, dan inflasi, didasarkan pada pertimbangan teoritis dan empiris yang kuat dan ketiga variabel tersebut adalah variabel yang relevan dengan fenomena yang ada dan datanya tersedia di lapangan.[5]

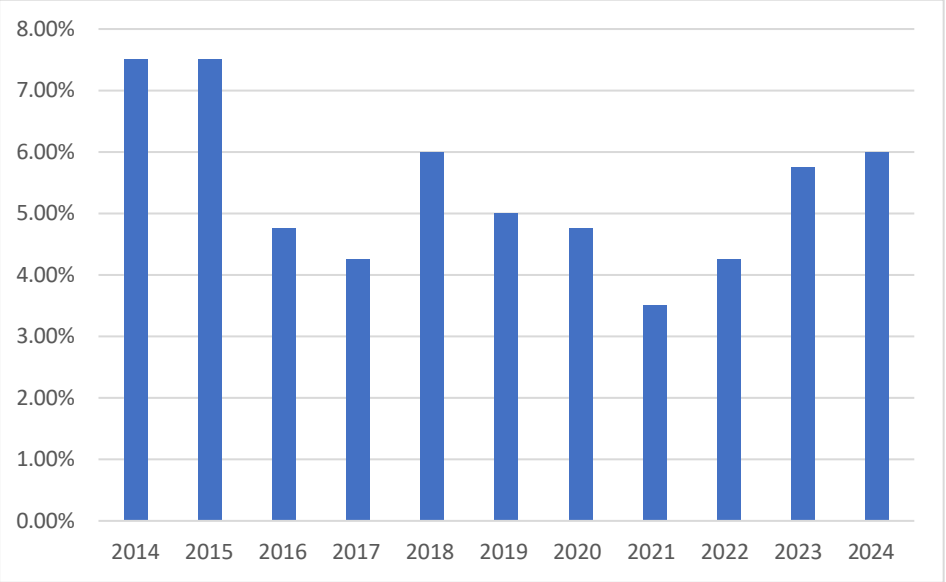
[5] Frederic S Mishkin and Stanley G Eakins, *Finance Companies(Chapter on The Web)*, *Financial Markets and Institutions*, 2015

BI-Rate sebagai imbal hasil yang ditetapkan oleh Bank Indonesia (BI) dan menjadi patokan oleh lembaga keuangan di seluruh Indonesia untuk menentukan besarnya suku bunga yang akan ditawarkan kepada nasabah, termasuk suku bunga pinjaman dan tabungan. Secara umum, BI-Rate terbagi menjadi dua, yaitu suku bunga pinjaman dan suku bunga simpanan. Suku bunga pinjaman adalah tingkat bunga yang dibebankan oleh bank kepada nasabah sebagai kompensasi atas fasilitas kredit yang diberikan, sesuai dengan kesepakatan yang telah ditetapkan sebelumnya. Sementara itu, suku bunga simpanan merupakan imbal hasil yang diberikan oleh bank kepada nasabah atas dana yang disimpan, baik dalam bentuk tabungan maupun deposito. Pengaruh BI-Rate terhadap imbal hasil sukuk yaitu ketika BI-Rate naik, instrumen dengan imbal hasil tetap menjadi kurang menarik karena investor akan mencari alternatif instrumen yang memberikan return lebih tinggi. Akibatnya, permintaan terhadap sukuk ritel dapat menurun, sehingga harga sukuk di pasar sekunder bisa turun dan yield-nya meningkat (karena yield bergerak berlawanan arah dengan harga). Sebaliknya, ketika suku bunga turun, sukuk dengan imbal hasil tetap menjadi lebih menarik. Harga sukuk di pasar sekunder cenderung naik, dan yield turun.[6] Grafik 1.1 menjelaskan tentang suku bunga acuan atau BI Rate dengan data yang diambil adalah rata-rata setiap bulan dalam periode Januari 2014 sampai Desember 2024.

[6] Dewi Lusiana, "Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar, BI Rate, Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Reksadana Syariah," *An-Nisbah: Jurnal Perbankan Syariah* 5, no. 2 (2024): 272–92, https://doi.org/10.51339/nisbah.v5i2.2783.

**Grafik 1.2**

**Suku Bunga (BI-Rate)**




Sumber: Bank Indonesia, data diolah peneliti 2025.

Periode 2014 hingga 2024 menunjukkan evolusi kebijakan moneter Bank Indonesia (BI) yang ditandai oleh penyesuaian suku bunga acuan yang sebelumnya BI-Rate dan kemudian berganti menjadi BI-7 Day Reverse Repo Rate pada tahun 2016, dan saat ini dikenal sebagai BI-Rate sebagai instrumen utama dalam menjaga stabilitas makroekonomi, khususnya pengendalian inflasi dan stabilitas nilai tukar Rupiah. Awal periode pada tahun 2014 diawali dengan tingkat suku bunga acuan yang relatif tinggi, yaitu di level 7,5% pada sebagian besar kuartal pertama, sebagai upaya pre-emptive merespons tekanan inflasi dan defisit transaksi berjalan yang melebar akibat gejolak ekonomi global dan domestik pada tahun sebelumnya. Setelah fase pengetatan, kebijakan moneter bergeser ke arah pelonggaran yang signifikan mulai tahun 2015 hingga tahun 2020. Penurunan ini didorong oleh menurunnya tekanan inflasi dan kebutuhan

untuk mendorong pertumbuhan ekonomi di tengah melambatnya ekonomi global. Pada tahun 2020, BI-Rate berada di level sekitar 5,00%. Seiring dengan merebaknya pandemi COVID-19 dan dampak ekonomi yang ditimbulkannya, Bank Indonesia secara agresif menurunkan suku bunga acuan untuk memberikan stimulus ekonomi dan menjaga likuiditas di pasar. Awal tahun 2020 BI Rate mulai dari 5,00% (Januari 2020). Sepanjang 2020-2021 terjadi serangkaian penurunan suku bunga. BI menurunkan BI Rate secara bertahap hingga mencapai titik terendah 3,50% pada Februari 2021, dan dipertahankan di level ini hingga pertengahan 2022. Misalnya, pada Juli 2020, BI Rate mencapai 4,00%. Pada November 2020, BI Rate turun menjadi 3,75%. Pada Februari 2021, BI Rate mencapai 3,50%.[7]

Faktor utama di balik kebijakan ini adalah upaya Bank Indonesia untuk meredam dampak pandemi COVID-19 dengan mendorong konsumsi dan investasi melalui biaya pinjaman yang lebih murah. Menjaga stabilitas sistem keuangan dengan memastikan likuiditas tetap memadai di perbankan. Mendukung pemulihan ekonomi dengan memberikan insentif bagi sektor riil untuk kembali bergerak. Inflasi pada periode ini cenderung rendah karena permintaan domestik yang melemah akibat pembatasan mobilitas. Mulai pertengahan tahun 2022, kondisi ekonomi global dan domestik mulai berubah drastis. Tekanan inflasi global yang tinggi akibat kenaikan harga komoditas (terutama energi dan pangan) dan disrupsi rantai pasok, ditambah dengan pengetatan kebijakan moneter oleh bank sentral

[7] Aqwa Naser Daulay, Muhammad Syahbudi, and Fauzi Arif Lubis, *Ekonomi Makro Islam*, 2019.

global (khususnya Federal Reserve AS), mulai memicu tekanan inflasi di Indonesia dan pelemahan nilai tukar rupiah. Pada bulan Agustus 2022, Bank Indonesia mulai menaikkan BI Rate dari 3,50% menjadi 3,75%. Lalu pada bulan September 2022 - Oktober 2023 BI secara agresif menaikkan suku bunga secara beruntun.

Pada bulan Oktober 2023, BI Rate kembali dinaikkan menjadi 6,00% untuk merespons tekanan inflasi dan nilai tukar. Faktor-faktor pendorong kenaikan suku bunga yaitu pengendalian inflasi, inflasi domestik melonjak, terutama setelah penyesuaian harga Bahan Bakar Minyak (BBM) bersubsidi. Kenaikan BI Rate bertujuan untuk meredam ekspektasi inflasi dan menjaga agar inflasi kembali ke sasaran. Stabilisasi Nilai Tukar Rupiah, kenaikan suku bunga The Fed menyebabkan aliran modal keluar dari negara berkembang, termasuk Indonesia, sehingga menekan nilai tukar rupiah. Kenaikan BI Rate bertujuan untuk menarik kembali investasi asing dan menjaga stabilitas rupiah. Antisipasi Kebijakan Global, BI bertindak pre-emptive terhadap kebijakan moneter global yang lebih ketat untuk memitigasi risiko rambatan.

Memasuki tahun 2024, Bank Indonesia menunjukkan sikap yang lebih hati-hati dalam menentukan kebijakan suku bunga. Meskipun tekanan inflasi mulai mereda, Bank Indonesia masih menghadapi tantangan dari ketidakpastian global dan fluktuasi nilai tukar rupiah. Pada bulan Januari-Maret 2024, BI Rate dipertahankan pada level 6,00%. Pada bulan tahun 2024 BI kembali menaikkan BI Rate menjadi 6,25%. Kenaikan ini bersifat pre-emptive untuk memperkuat stabilitas nilai tukar rupiah dari dampak

ketidakpastian global yang masih tinggi, terutama terkait divergensi kebijakan moneter negara maju dan meningkatnya ketegangan geopolitik. Jadi saat suku bunga acuan rendah pada tahun 2020-2021 imbal hasil sukuk ritel yang ditawarkan cenderung lebih rendah, tetapi investor yang sudah memiliki sukuk fixed rate dengan kupon tinggi dari periode sebelumnya akan tetap menikmati imbal hasil tersebut. Lalu pada saat suku bunga acuan tinggi pada tahun 2022-2024, pemerintah cenderung menawarkan imbal hasil sukuk ritel (terutama fixed rate) yang lebih tinggi untuk menarik minat investor. Investor yang membeli sukuk pada periode ini berpotensi mendapatkan imbal hasil yang menarik dan stabil.[8]

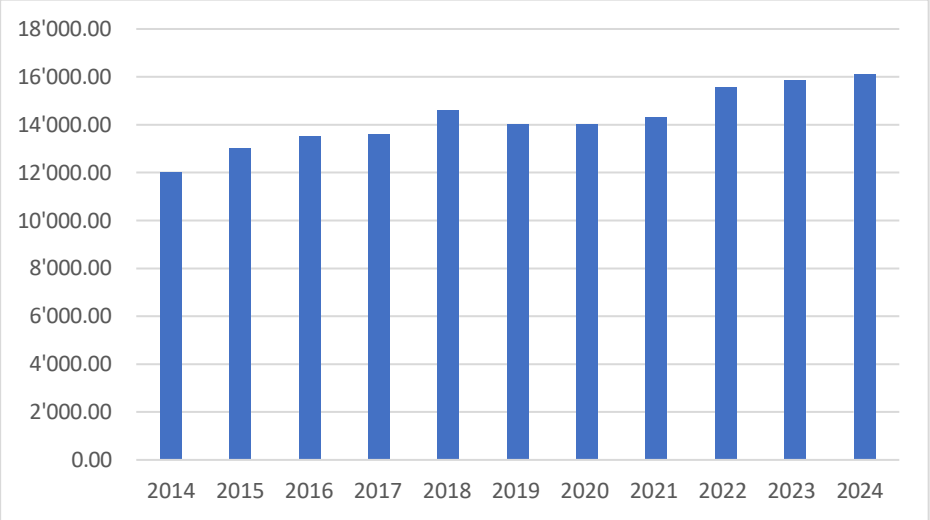
Kurs atau nilai tukar merupakan perbandingan antara mata uang domestik dengan mata uang asing yang berlaku dalam suatu sistem perekonomian terbuka. Nilai tukar dibedakan menjadi dua bentuk utama, yaitu nilai tukar nominal dan nilai tukar riil. Nilai tukar nominal mencerminkan harga relatif antar mata uang dari dua negara, sedangkan nilai tukar riil merepresentasikan perbandingan harga barang dan jasa antara dua negara setelah disesuaikan dengan perbedaan tingkat harga. Pergerakan nilai tukar sangat dipengaruhi oleh dinamika permintaan dan penawaran terhadap mata uang tersebut di pasar valuta asing. Apabila terjadi defisit dalam neraca perdagangan atau penurunan kinerja ekspor-impor, nilai tukar cenderung mengalami depresiasi. Sebaliknya, jika terjadi surplus perdagangan atau peningkatan penerimaan devisa, nilai tukar akan

[8] Dhipayasa Adirinarso, "Pengaruh Suku Bunga (BI-RATE), Nilai Tukar, Mata Uang Dan Inflasi Terhadap Sukuk Ritel Negara Tahun 2011-2020," *Nucl. Phys.* 13, no. 1 (2023): 104–16.

mengalami apresiasi. Oleh karena itu, nilai tukar berperan sebagai indikator penting dalam menilai kestabilan ekonomi makro dan kesehatan sistem keuangan suatu negara. Pengaruh kurs terhadap imbal hasil sukuk yaitu perubahan nilai tukar menciptakan risiko bagi investor, khususnya investor asing. Depresiasi rupiah (pelemahan nilai tukar terhadap dolar AS) meningkatkan risiko investasi karena nilai pengembalian riil dalam mata uang asing menurun. Hal ini dapat menurunkan permintaan atas instrumen berdenominasi rupiah, termasuk sukuk ritel, dan menyebabkan peningkatan imbal hasil untuk menarik minat investor.[9]

**Grafik 1.3**

**Kurs Mata Uang USD Terhadap Rupiah**




Sumber: Bank Indonesia, data diolah peneliti 2025.

Pada periode awal ditandai dengan tekanan signifikan. Setelah merespon kebijakan tapering The Federal Reserve AS pada tahun 2014, depresiasi Rupiah berlanjut, dipicu oleh ketidakpastian ekonomi global dan

[9] Iffah Nur Hanifah and Pribawa E Pantas, "Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel Di Indonesia," *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance* 2, no. 2 (2022): 99–114, https://doi.org/10.21154/etihad.v2i2.4355.

kenaikan suku bunga acuan AS. Pada tahun 2015, Rupiah sempat menyentuh level kritis di atas Rp12.000, mencerminkan dampak harga komoditas global yang melemah, serta defisit transaksi berjalan yang persisten di Indonesia. Tekanan kembali memuncak pada tahun 2018, di mana Rupiah kembali terdepresiasi akibat perang dagang antara Amerika Serikat dengan Tiongkok dan percepatan kenaikan suku bunga The Fed, mendorong arus modal keluar (capital outflow) dari pasar keuangan domestik.Pada awal pandemi COVID-19 pada bulan Maret 2020, rupiah mengalami pelemahan signifikan. Tercatat pada bulan Maret 2020, rupiah melemah hingga lebih dari 4% dalam sehari. Pelemahan ini mencerminkan kepanikan pasar dan aliran modal keluar (capital outflow) dari pasar negara berkembang, termasuk Indonesia, menuju aset-aset yang dianggap lebih aman seperti Dolar AS. Seiring berjalannya waktu dan upaya pemerintah serta Bank Indonesia dalam menstabilkan ekonomi, rupiah mulai menunjukkan pemulihan bertahap setelah titik terendah di awal pandemi.

Tahun 2021-2022 ditandai dengan pemulihan ekonomi global, namun juga diiringi dengan tekanan inflasi yang meningkat. Kebijakan moneter bank sentral utama, terutama The Federal Reserve (The Fed) AS, menjadi faktor dominan. Seiring dengan upaya The Fed dalam mengendalikan inflasi melalui kenaikan suku bunga acuan, Dolar AS cenderung menguat. Hal ini memberikan tekanan depresiasi terhadap Rupiah, meskipun stabilitas makroekonomi Indonesia relatif terjaga.

Pada tahun 2023 rupiah masih menghadapi tekanan depresiasi akibat kebijakan moneter ketat The Fed dan ketidakpastian ekonomi global.

Meskipun demikian, pemerintah dan Bank Indonesia berupaya menjaga stabilitas nilai tukar dengan berbagai kebijakan. Rupiah mengawali tahun 2024 dengan fluktuasi yang cukup tajam. Terjadi beberapa kali pelemahan signifikan, termasuk pada April 2024 yang sempat menembus level Rp16.200/USD, bahkan menyentuh Rp16.445/USD pada 21 Juni 2024. Salah satu pemicunya adalah tingginya inflasi di AS yang membuat The Fed diperkirakan menahan suku bunga tinggi lebih lama, serta tensi geopolitik. Pengaruh Nilai Tukar Rupiah Terhadap Imbal Hasil Sukuk Ritel di Indonesia Sukuk ritel adalah surat berharga syariah negara (SBSN) yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia untuk dijual kepada investor ritel. Imbal hasilnya (kupon) dibayarkan secara rutin.

Pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap USD dalam periode 2020-2024 menunjukkan adanya tekanan depresiasi yang signifikan, terutama dipicu oleh faktor global seperti pandemi, kebijakan moneter The Fed, dan tensi geopolitik. Pelemahan Rupiah ini secara tidak langsung dapat mempengaruhi imbal hasil sukuk ritel. Meskipun imbal hasil sukuk ritel dibayarkan dalam Rupiah, ekspektasi terhadap pergerakan nilai tukar mempengaruhi penentuan imbal hasil oleh pemerintah saat penerbitan, serta persepsi investor terhadap daya tarik investasi sukuk ritel. Jika Rupiah cenderung melemah, pemerintah mungkin akan menawarkan imbal hasil yang lebih kompetitif untuk menarik investor, dan investor juga akan

mempertimbangkan risiko depresiasi mata uang dalam keputusan investasi mereka.[10]

Inflasi merupakan suatu kondisi ekonomi yang ditandai oleh kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan berkelanjutan dalam jangka waktu tertentu di suatu negara. Fenomena ini memiliki dampak signifikan terhadap stabilitas perekonomian, karena secara langsung menurunkan daya beli masyarakat melalui penurunan nilai riil mata uang. Selain itu, laju inflasi yang meningkat juga berkontribusi terhadap perubahan pola konsumsi masyarakat, khususnya mendorong perilaku konsumtif terhadap barang yang tidak bersifat esensial, sehingga menimbulkan ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran di pasar. Dampak inflasi terhadap sukuk ritel juga memengaruhi preferensi investor. Dalam kondisi inflasi tinggi, investor cenderung mengalihkan dana ke instrumen dengan potensi imbal hasil yang lebih tinggi dan lebih fleksibel, seperti saham atau sukuk korporasi berbasis floating rate. Hal ini berpotensi menurunkan permintaan terhadap sukuk ritel, yang pada akhirnya dapat memengaruhi strategi penerbitan dan penetapan kupon oleh pemerintah.

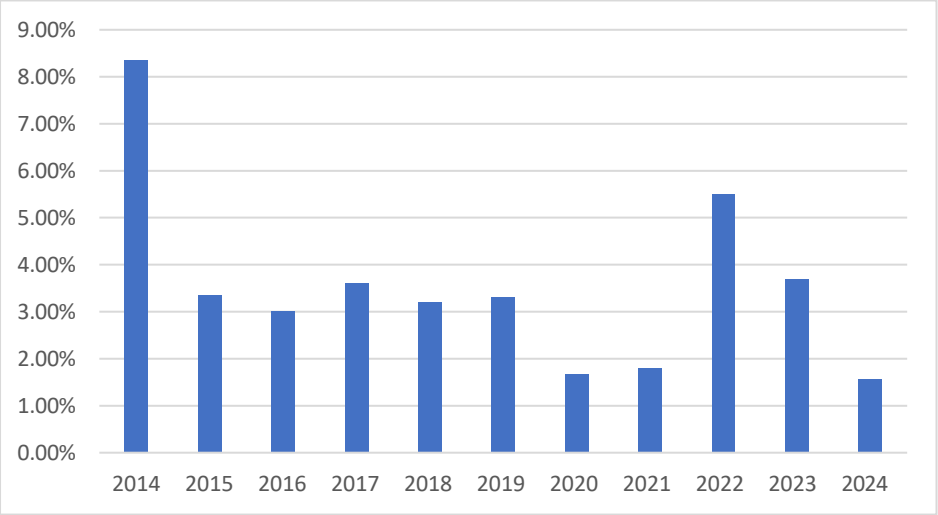
Dari sudut pandang kebijakan fiskal dan moneter, inflasi yang tinggi menuntut penyesuaian dalam penetapan kupon sukuk ritel agar tetap kompetitif. Bank Indonesia dan Kementerian Keuangan perlu mempertimbangkan tingkat inflasi aktual dan ekspektasi inflasi dalam

[10] Dewi Lusiana, "Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar, BI Rate, Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Reksadana Syariah," *An-Nisbah: Jurnal Perbankan Syariah* 5, no. 2 (2024): 272–92, https://doi.org/10.51339/nisbah.v5i2.2783.

menentukan tingkat kupon agar tidak terjadi negative real return, yang dapat mengurangi minat investor sukuk ritel.

**Grafik 1.4**

**Inflasi Tahun 2014-2024**




Sumber: Bank Indonesia, data diolah peneliti 2025.

Pada awal periode tahun 2014, Indonesia menghadapi tekanan inflasi yang signifikan yang mencapai di angka 8,36%, antara lain dipicu oleh penyesuaian harga Bahan Bakar Minyak (BBM) bersubsidi dan faktor guncangan pasokan (supply side shock), terutama pada komoditas pangan akibat kondisi cuaca ekstrem. Pasca tahun 2014, otoritas moneter dan fiskal, melalui kerangka koordinasi yang kuat berhasil mengendalikan laju inflasi agar kembali ke target yang ditetapkan.[11]

[11] Aprilia Susanti Jaya Bahwiyanti, "Jieb : Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis," *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis (S4)* 5, no. November (2020): 1–12, http://ejournal.stiepancasetia.ac.id/index.php/jieb.

Pada tahun 2020, inflasi tercatat sangat rendah, yaitu 1,68%, yang merupakan inflasi tahunan terendah sepanjang sejarah pencatatan BPS. Penurunan daya beli akibat pandemi Covid-19 menjadi faktor utama rendahnya inflasi ini. Lalu pada tahun 2021, inflasi meningkat sedikit menjadi 1,8%, masih relatif rendah dan stabil dibandingkan tahun-tahun sebelumnya. Inflasi ini juga sesuai dengan ekspektasi pasar dan target pemerintah. Pada tahun 2022, inflasi melonjak cukup signifikan menjadi 5,5%%. Kenaikan ini dipicu oleh tarif transportasi, bahan pangan seperti telur ayam, beras, daging ayam, dan kenaikan harga BBM subsidi yang sempat terjadi. Pada tahun 2023, inflasi menurun kembali menjadi 3,7%, yang merupakan tingkat inflasi terendah dalam dua dekade terakhir di luar masa pandemi. Inflasi ini berada di batas bawah target Bank Indonesia 2-4% dan didorong oleh penurunan tekanan pada komponen inti dan harga yang diatur pemerintah.

Pada tahun 2024, inflasi kembali turun ke angka 1,57%. Penurunan ini didorong oleh melandainya harga pangan dan beberapa komoditas utama seperti cabai merah, bensin, dan tarif angkutan udara yang mengalami deflasi. Jadi tingkat inflasi Indonesia selama 2014-2024 mengalami fluktuasi, mulai dari inflasi yang tinggi pada tahun 2014 akibat penyesuaian harga BBM, lalu kembali normal pasca tahun 2014 melalui otoritas moneter dan fiskal yang kuat dalam mengendalikan inflasi. Tingkat inflasi sangat rendah di masa pandemi tahun 2020, meningkat tajam di tahun 2022, lalu menurun kembali hingga mencapai rekor terendah pada 2024. Inflasi yang rendah cenderung mendorong kenaikan penjualan sukuk ritel karena

investor mencari instrumen yang memberikan imbal hasil kompetitif terhadap inflasi. Imbal hasil sukuk ritel yang menarik juga memperkuat minat investor, sehingga inflasi dan imbal hasil secara bersama-sama berpengaruh positif terhadap penjualan sukuk ritel di Indonesia.[12]

Lokasi penelitian difokuskan di Indonesia karena negara ini merupakan salah satu penerbit sukuk ritel paling aktif di dunia. Pemerintah Indonesia secara konsisten menerbitkan sukuk ritel setiap tahun sejak 2009, dan instrumen ini memiliki peran penting dalam pembiayaan APBN dan pengembangan pasar keuangan syariah domestik.[13] Dengan latar belakang demografis yang besar dan meningkatnya literasi keuangan syariah, Indonesia menjadi lokasi yang tepat untuk mengamati pengaruh variabel makroekonomi terhadap kinerja sukuk ritel.

Urgensi penelitian ini semakin kuat mengingat pentingnya kebijakan pemerintah dalam mengelola imbal hasil sukuk agar tetap menarik bagi investor, terutama dalam konteks peningkatan pembiayaan fiskal pasca pandemi. Pemerintah perlu memahami sensitivitas imbal hasil terhadap perubahan makroekonomi agar dapat menyusun strategi penerbitan sukuk yang efisien dan kompetitif. Selain itu, studi ini dapat memberikan informasi berharga bagi investor ritel dalam menilai risiko dan potensi return sukuk negara.

---

[12] Dhipayasa Adirinarso, "Pengaruh Suku Bunga (BI-RATE), Nilai Tukar, Mata Uang Dan Inflasi Terhadap Sukuk Ritel Negara Tahun 2011-2020," *Nucl. Phys.* 13, no. 1 (2023): 104–16.

[13] Siti Latifah, "Peran Sukuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) Dalam Pertumbuhan Pembangunan Ekonomi Indonesia," *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam* 6, no. 3 (2020): 421, https://doi.org/10.29040/jiei.v6i3.1369.

Studi-studi terdahulu telah mengkaji pengaruh faktor makroekonomi terhadap pasar obligasi konvensional dan sukuk, namun dengan fokus yang bervariasi dan periode waktu yang berbeda. Penelitian yang dilakukan oleh Putra dan Nurjannah (2020) menemukan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil obligasi pemerintah di Indonesia, sementara studi oleh Monica dan Nurlaila (2024) menunjukkan bahwa tingkat suku bunga acuan berpengaruh positif terhadap imbal hasil sukuk korporasi.[14] Meskipun telah banyak penelitian yang mengkaji faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil instrumen keuangan, penelitian spesifik yang menganalisis secara komprehensif pengaruh tingkat suku bunga, nilai tukar, dan inflasi terhadap imbal hasil Sukuk Negara Ritel di Indonesia dalam periode terkini, yaitu tahun 2014-2024, masih terbatas. Periode ini menarik untuk diteliti karena mencakup berbagai dinamika ekonomi global dan domestik, termasuk dampak pandemi COVID-19, pemulihan ekonomi pasca-pandemi, dan kebijakan moneter yang responsif terhadap kondisi tersebut. Perubahan drastis dalam makro ekonomi selama periode ini diasumsikan akan memengaruhi preferensi investor dan dinamika pasar sukuk ritel secara signifikan. Penelitian sebelumnya cenderung berfokus pada obligasi konvensional atau sukuk korporasi, serta menggunakan data sebelum periode 2020.[15] Oleh karena itu, terdapat gap penelitian yang signifikan dalam memahami bagaimana dinamika

[14] Monica Siti Nurlaila and Atu Bagus Wiguna, "Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi Di Indonesia," *Islamic Economics and Finance In Focus* 3, no. 1 (2024): 175–89, http://dx.doi.org/10.21776/ieff.

[15] Nurhayati Gustina, "Performa Sukuk Ritel: Sebelum Dan Saat Terjadi Pandemi Covid-19," *Jurnal Akuntansi* 10, no. 2 (2021): 369–86, https://doi.org/10.37932/ja.v10i2.415.

makroekonomi terkini memengaruhi imbal hasil Sukuk Negara Ritel sebagai instrumen investasi syariah di Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris baru dan pemahaman yang lebih mendalam mengenai sensitivitas imbal hasil Sukuk Negara Ritel terhadap perubahan BI-Rate, nilai tukar, dan inflasi dalam konteks ekonomi Indonesia pasca-pandemi, sehingga dapat menjadi referensi penting bagi investor, pembuat kebijakan, dan peneliti selanjutnya.

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dijelaskan, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat suku bunga, nilai tukar, dan inflasi terhadap imbal hasil sukuk ritel pada periode Januari 2014 hingga Desember 2024. Fokus penelitian ini adalah pada imbal hasil sukuk, yaitu salah satu instrumen investasi berbasis syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Mengingat Indonesia merupakan negara dengan mayoritas penduduk muslim, penerapan prinsip syariah dalam aktivitas ekonomi, termasuk melalui investasi pada produk-produk keuangan syariah, menjadi hal yang penting. Selain berkontribusi terhadap pengembangan instrumen keuangan syariah, khususnya sukuk atau obligasi syariah, penelitian ini juga diharapkan dapat memperkaya literatur mengenai sukuk ritel. Dengan demikian, hasil penelitian dapat memberikan manfaat dalam meminimalisasi potensi kesalahan yang mungkin terjadi dalam praktik investasi pada sukuk atau obligasi syariah. Atas dasar pertimbangan tersebut, peneliti menetapkan judul penelitian yang relevan dengan permasalahan yang telah diuraikan pada bagian latar belakang. yaitu

**"Pengaruh BI-Rate, Nilai Tukar, dan Inflasi Terhadap Imbal Hasil Green Sukuk Ritel Periode Tahun 2014-2024".**

## B. Identifikasi Masalah

1. Imbal hasil sukuk negara, khususnya sukuk ritel di Indonesia, menunjukkan volatilitas yang signifikan dalam beberapa tahun terakhir. Fluktuasi ini mengindikasikan adanya pengaruh dari berbagai faktor makroekonomi yang perlu dianalisis secara mendalam. BI-Rate, nilai tukar, dan inflasi merupakan variabel-variabel krusial yang secara teoritis dan empiris memiliki keterkaitan dengan pergerakan imbal hasil instrumen keuangan, termasuk sukuk.
2. BI-Rate merupakan salah satu faktor utama yang memengaruhi keputusan investasi. Kenaikan suku bunga acuan cenderung membuat instrumen investasi berbasis pendapatan tetap, termasuk sukuk, menjadi kurang menarik karena investor dapat memperoleh imbal hasil yang lebih tinggi dari instrumen lain dengan risiko serupa. Sebaliknya, penurunan suku bunga dapat meningkatkan permintaan terhadap sukuk sehingga menekan imbal hasilnya. Dalam konteks sukuk ritel, perubahan suku bunga dapat memengaruhi preferensi investor domestik yang mencari alternatif investasi yang relatif aman.
3. Nilai tukar juga memiliki peran penting, terutama dalam konteks pasar keuangan yang semakin terintegrasi. Fluktuasi nilai tukar dapat memengaruhi sentimen investor, terutama investor asing, yang kemudian berdampak pada aliran modal dan harga instrumen keuangan domestik. Depresiasi nilai tukar rupiah dapat menyebabkan investor

asing menarik dananya dari instrumen keuangan domestik, termasuk sukuk, yang berpotensi meningkatkan imbal hasil sukuk untuk menarik kembali investasi. Meskipun sukuk ritel mayoritas dipegang oleh investor domestik, pergerakan nilai tukar dapat secara tidak langsung memengaruhi ekspektasi inflasi dan suku bunga yang pada akhirnya berdampak pada imbal hasil sukuk.

4. Inflasi adalah faktor lain yang sangat relevan. Tingkat inflasi yang tinggi dapat mengikis nilai riil imbal hasil yang diterima investor dari sukuk. Oleh karena itu, investor akan menuntut imbal hasil yang lebih tinggi untuk mengkompensasi hilangnya daya beli akibat inflasi. Bank sentral juga cenderung merespons tekanan inflasi dengan menaikkan suku bunga, yang secara tidak langsung akan memengaruhi imbal hasil sukuk. Sebaliknya, inflasi yang rendah dan stabil dapat menciptakan lingkungan yang kondusif bagi instrumen pendapatan tetap.

## C. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang penulis uraikan dan paparkan diatas, maka peneliti dapat merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah BI-Rate berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024 ?
2. Apakah nilai tukar berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024 ?
3. Apakah inflasi berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024 ?

4. Apakah suku bunga, nilai tukar, dan inflasi berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024 ?

## D. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji pengaruh suku bunga terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024.
2. Untuk menguji pengaruh nilai tukar terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024.
3. Untuk menguji pengaruh inflasi terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024.
4. Untuk menguji pengaruh BI-Rate, nilai tukar, dan inflasi terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024.

## E. Kegunaan Penelitian

1. Kegunaan Teoretis

   Secara teoretis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan literatur ekonomi syariah dan keuangan. Hasil penelitian ini dapat memperkaya pemahaman mengenai faktor-faktor makroekonomi yang memengaruhi imbal hasil sukuk, khususnya sukuk ritel. Dengan menganalisis hubungan antara tingkat suku bunga, nilai tukar, dan inflasi terhadap imbal hasil sukuk negara, penelitian ini dapat memperkuat kerangka teoretis terkait penentuan harga aset keuangan syariah. Selain itu, penelitian ini berpotensi untuk

mengidentifikasi adanya anomali atau karakteristik unik dalam respons imbal hasil sukuk ritel terhadap variabel-variabel makroekonomi dibandingkan dengan instrumen keuangan konvensional.

2. Kegunaan Praktis

a. Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat menjadi referensi penting bagi investor, baik individu maupun institusi, dalam membuat keputusan investasi pada sukuk ritel. Pemahaman tentang pengaruh tingkat suku bunga, nilai tukar, dan inflasi terhadap imbal hasil sukuk dapat membantu investor dalam menyusun strategi investasi yang lebih optimal, mengelola risiko, dan mengantisipasi perubahan kondisi pasar.

b. Bagi Pemerintah

Penelitian ini dapat memberikan masukan berharga bagi pemerintah, khususnya Kementerian Keuangan dan Bank Indonesia, dalam perumusan kebijakan moneter dan fiskal. Temuan mengenai sensitivitas imbal hasil sukuk terhadap perubahan variabel makroekonomi dapat membantu pemerintah dalam merancang penerbitan sukuk yang lebih efektif, mengelola utang negara, serta menjaga stabilitas pasar keuangan syariah.

c. Bagi Akademik

Penelitian ini dapat menjadi dasar atau referensi awal bagi penelitian-penelitian selanjutnya, terutama di jurusan Manajemen

Keuangan Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam di UIN Sayyid Ali Rahmatullah Tulungagung.

d. Bagi Penelitian Selanjutnya

Diharapkan dapat berguna menjadi referensi maupun perbandingan melakukan penelitian berikutnya dan diharapkan dapat menambah variabel-variabel lain.

## F. Ruang Lingkup Penelitian

Agar penelitian tidak menyimpang dan lebih terarah, maka peneliti membatasi objek dan variabel yang digunakan dalam penelitian. Dengan demikian penulis membatasi penelitian dengan menganalisis tentang pengaruh suku bunga, nilai tukar dan inflasi terhadap imbal hasil sukuk ritel di Indonesia periode 2014-2024.

## G. Penegasan Variabel

Agar tidak terjadi kesalah pahaman dan lebih memahami istilah dalam penelitian ini, maka peneliti menjelaskan istilah yang ada dalam penelitian ini baik penjelasan secara konseptual maupun secara operasional.

1. Definisi Konseptual

a. Sukuk Ritel

Sukuk Ritel (SR) merupakan salah satu bentuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang diterbitkan oleh Pemerintah Republik Indonesia dan ditujukan bagi investor individu yang berstatus Warga Negara Indonesia. Instrumen investasi ini dapat

diperdagangkan di pasar sekunder setelah melewati periode penawaran.[16]

b. BI-Rate

Suku Bunga atau yang umum dikenal dengan istilah BI-Rate adalah imbal hasil atau kompensasi yang diberikan oleh bank kepada nasabah atas produk yang ditawarkan, dengan mekanisme yang berlandaskan prinsip konvensional.

c. Nilai Tukar

Nilai tukar, atau sering disebut kurs, merupakan harga suatu mata uang asing yang dinyatakan dalam mata uang domestik, maupun sebaliknya, harga mata uang domestik yang dinyatakan dalam mata uang asing.

d. Inflasi

Inflasi merupakan suatu kondisi peningkatan harga barang dan jasa secara umum dalam kurun waktu tertentu.[17]

2. Definisi Operasional

Definisi operasional disusun untuk memperjelas indikator-indikator yang terkait dengan variabel penelitian. Dalam hal ini, variabel terikat adalah Sukuk Ritel yang dikategorikan sebagai salah satu bentuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang diterbitkan oleh pemerintah dan diperdagangkan sebagai instrumen investasi syariah di pasar keuangan dan ditawarkan kepada investor individu warga negara

[16] Kementerian Keuangan Republik Indonesia, *Laporan Kinerja Badan Kebijakan Fiskal*, *Laporan Kinerja Badan Kebijakan Fiskal*, 2021.

[17] Aqwa Naser Daulay, Muhammad Syahbudi, and Fauzi Arif Lubis, *Ekonomi Makro Islam*, 2019

Indonesia. Sedangkan variabel bebasnya adalah suku bunga sebagai X1 yang berarti biaya yang ditetapkan oleh bank kepada nasabah. Jika suku bunga naik maka imbal hasil sukuk akan meningkat, begitu juga sebaliknya. nilai tukar sebagai X2 yaitu nilai tukar mata uang suatu negara ke mata uang negara asing. Jika kurs rupiah meningkat terhadap mata uang asing, maka dapat menurunkan imbal hasil sukuk ritel karena mencerminka stabilitas ekonomi dan potensi penuruna suku bunga, begitu pula sebaliknya. Inflasi sebagai X3 merupakan fenomena meningkatnya suatu barang atau jasa secara terus-menerus dalam suatu periode waktu tertentu. Jika inflasi tinggi dapat mengurangi nilai riil dari imbal hasil sukuk, meskipun imbal hasil nomimalnya tetap.

## H. Sistematika Skripsi

**BAB I: PENDAHULUAAN**

Pada bab ini menjelaskan gambaran singkat mengenai apa yang akan diteliti atau dibahas dalam penelitian ini. Pada bab ini akan dibahas dalam penyusunann penelitian, yaitu latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, ruang lingkup dan keterbatasan masalah, definisi operasional dan sistematika penulisan skripsi.

**BAB II: LANDASAN TEORI**

Pada bab kedua bersi tentang paparan teori yang membahas teori-teori yang berhubungan dengaan penelitiian yang akan dilakukan, yaitu memaparkan tentang pasar modal syariah, suku bunga, kurs tukar, penelitian terdahulu, kerangka konseptual, dan hipotesis.

**BAB III: METODE PENELITIAN**

Pada bab ketiga yakni metode penelitian yang akan menjelaskan metode penelitian yang digunakan berdasarkan pokok masalah untum mencapai hasil yang diinginkan. Pada bab ini peneliti memaparkan tentang pendekatan dan jenis penelitian, populasi, sampling, sampel penelitian, sumber data, variabel penelitian dan teknik pengumpulan data.

**BAB IV: HASIL PENELITIAN**

Pada bab keempat yakni hasil penelitian yang menguraikan tentang hasil penelitian yang dilakukan sesuai dengan topik pada pertanyaan-pertanyaan dalam rumusan masalah.

**BAB V: PEMBAHASAN**

Pada bab ini menjelaskan hasil temuan-temuan melalui teori-teori, penelitian terdahulu dan teori yang ada.

**BAB VI: PENUTUP**

Pada bab terakhir berisi rangkuman berupa kesimpulan dari penelitian yang telah dilaksanakan, disertai dengan saran yang dapat dijadikan acuan, bahan pertimbangan, maupun perbandingan bagi penelitian selanjutnya, serta sebagai masukan yang bermanfaat bagi pihak-pihak terkait