

BAB I

PENDAHULUAN

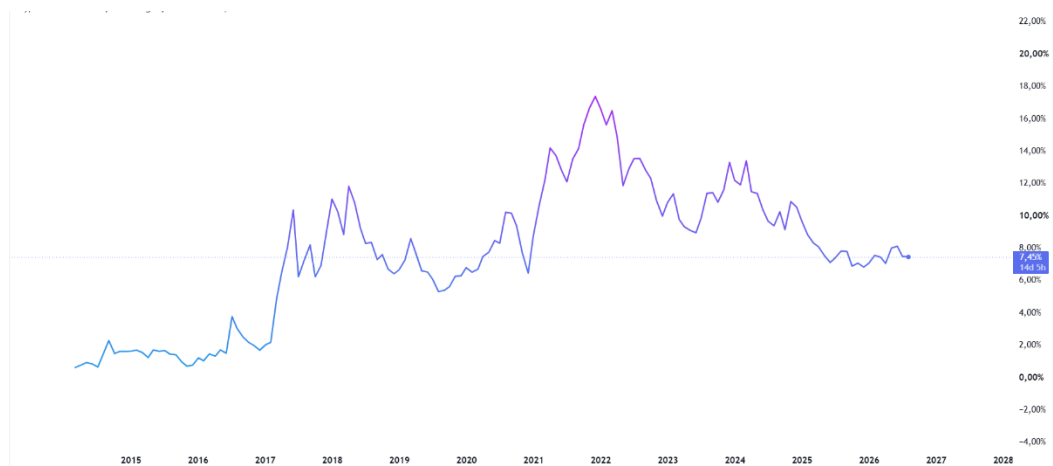
1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar aset *cryptocurrency* di Indonesia mencatatkan fluktuasi nilai transaksi yang signifikan dalam beberapa tahun terakhir. Data Badan Pengawas Perdagangan Berjangka Komoditi menunjukkan nilai transaksi *cryptocurrency* mencapai Rp306,4 triliun pada 2022, sempat berkontraksi menjadi Rp149,25 triliun pada 2023, sebelum melonjak kembali hingga Rp650,61 triliun pada 2024 (BAPPEBTI, 2025).

Ironisnya, fluktuasi nilai transaksi yang signifikan tersebut tidak diimbangi dengan tingkat pemahaman pasar *cryptocurrency* yang memadai. Mayoritas investor di Indonesia tertarik memasuki pasar karena ekspektasi imbal hasil finansial tanpa pemahaman mendalam, yang sering kali dipicu oleh narasi kekayaan yang ditampilkan oleh investor lain di media sosial (Hafishina et al., 2023).

Padahal, realitas pasar aset *cryptocurrency* tidak sesederhana ekspektasi tersebut. Distribusi pengembalian Bitcoin, sebagai aset dengan kapitalisasi pasar terbesar, memiliki karakteristik *heavy-tailed*, di mana hanya 40,32% imbal hasilnya berada dalam rentang sempit -1,06% hingga 1,23%, sementara pada indeks S&P 500 proporsi tersebut mencapai 80,05%. Selain itu risiko kerugian Bitcoin tercatat empat kali lebih besar di banding indeks S&P 500 (Nzokem dan Maposa, 2024).

Lebih parahnya kapitalisasi pasar *cryptocurrency* terkonsentrasi, sebagaimana ditunjukkan pada gambar berikut.



Sumber: *Tradingview.com*

Gambar I- 1 Dominasi Kapitalisasi Pasar *Cryptocurrency* di Luar 10 Teratas

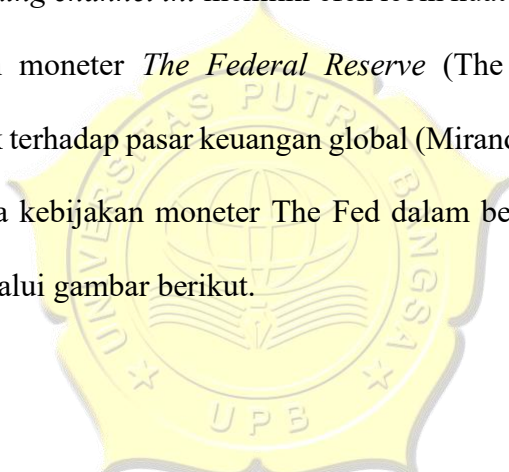
Gambar I-1 memperlihatkan bahwa aset di luar 10 besar memiliki proporsi kontribusi yang relatif kecil terhadap kapitalisasi pasar keseluruhan. Hal ini dibuktikan dengan range dominasi tertinggi yang hanya mencapai 17,34%, mengindikasikan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada *cryptocurrency* yang masuk kategori top 10 kapitalisasi pasar.

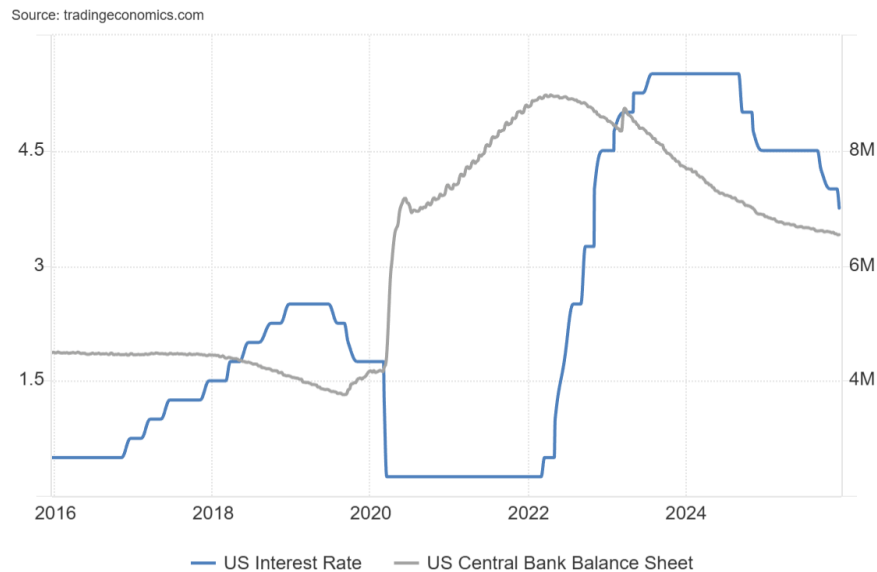
Terkonsentrasinya investor pada aset dengan kapitalisasi pasar terbesar tidak serta-merta menyeragamkan karakteristik aset di dalamnya, sebab pada dasarnya aset *cryptocurrency* dapat dibedakan berdasarkan karakteristik stabilitas harganya. *Stablecoin* merupakan aset *cryptocurrency* yang dirancang untuk mempertahankan nilai yang relatif stabil terhadap aset acuan tertentu, umumnya mata uang fiat suatu negara (Woltzenlogel Paleo, 2025). Sebaliknya, aset *cryptocurrency non stablecoin*, seperti Bitcoin, Ethereum, dan berbagai altcoin lainnya, memiliki pergerakan harga yang lebih dinamis karena dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran pasar, sehingga

aset-aset tersebut lebih sering dipandang sebagai instrumen spekulatif (Woltzenlogel Paleo, 2025).

Karakteristik spekulatif pada aset *cryptocurrency non stabelcoin* inilah yang sensitif terhadap rezim kebijakan moneter. Pengaruh ini dapat dijelaskan melalui *risk-taking channel*, yaitu jalur transmisi di mana pelonggaran kebijakan moneter mendorong pelaku pasar untuk meningkatkan pengambilan risiko dan mengalihkan modal ke aset-aset spekulatif, termasuk aset *cryptocurrency* (Bauer et al., 2023).

Risk-taking channel ini memiliki efek lebih kuat ketika bersumber dari rezim kebijakan moneter *The Federal Reserve* (The Fed) yang memiliki dampak sistemik terhadap pasar keuangan global (Miranda Agrippino dan Rey, 2020). Dinamika kebijakan moneter The Fed dalam beberapa tahun terakhir ditunjukkan melalui gambar berikut.





Sumber: Tradingeconomic.com

Gambar I- 2 Tren Suku Bunga dan Total Neraca Bank Sentral Amerika Serikat atau The Fed Periode 2016–2025

Gambar I-2 menunjukan periode September 2024 hingga November 2025, merepresentasikan periode transisi dalam rezim kebijakan moneter The Fed. Fase transisi ini menandai pergeseran dari rezim kebijakan moneter ketat paling agresif sepanjang 2022 hingga 2023, yang terkonfirmasi melalui penurunan suku bunga acuan perdana The Fed sebesar 50 basis poin pada September 2024 sebagai pemangkasan pertama sejak 2020. Kendati demikian, kontraksi neraca akibat kebijakan *quantitative tightening* masih berlangsung dan baru berakhir secara resmi pada 1 Desember 2025.

Imbal hasil dan risiko aset aset *cryptocurrency non stabelcoin* pada fase transisi kebijakan moneter ini cenderung lebih kompleks dibandingkan dengan kondisi kebijakan yang bersifat akomodatif atau restriktif secara absolut. Penurunan suku bunga acuan pada September 2024 secara teoretis

menstimulasi perilaku pengambilan risiko melalui *risk-taking channel*, yang berpotensi mendorong akumulasi posisi investor setelah terjadinya rezim pengetatan kebijakan moneter The Fed paling agresif sepanjang sejarah. Di sisi lain, kelangsungan kebijakan *quantitative tightening* bertindak sebagai hambatan struktural yang menahan laju akumulasi tersebut.

Kondisi tersebut menciptakan kerentanan, apabila sewaktu-waktu muncul sentimen negatif pada aset aset *cryptocurrency non stabelcoin* yang memicu aksi jual panik, besarnya akumulasi posisi berisiko memperdalam penurunan harga. Kerentanan tersebut diperberat oleh struktur pasar aset *cryptocurrency* yang beroperasi tanpa henti selama 24 jam dan tidak memiliki mekanisme *circuit breaker* atau penghentian perdagangan terstruktur sebagaimana berlaku di bursa efek (Svec et al., 2020). Ketidadaan mekanisme penahan ini menyebabkan reaksi harga aset aset *cryptocurrency non stabelcoin* cenderung berlangsung lebih cepat dan berskala lebih besar. Sehingga perubahan sentimen pasar dapat langsung terefleksikan pada harga kapan saja tanpa penundaan.

Oleh karena itu, evaluasi komparatif kinerja sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar selama fase transisi kebijakan moneter The Fed penting untuk dilakukan. Mengingat mayoritas masyarakat indonesia tertarik memasuki pasar karena ekspektasi imbal hasil finansial tanpa pemahaman mendalam (Hafishina et al., 2023).

Sejumlah penelitian terdahulu telah mengevaluasi komperatif kinerja *cryptocurrency non stabelcoin*, meskipun dengan objek, periode evaluasi, dan

cakupan metode yang beragam. Evaluasi terhadap sepuluh aset yang tergabung dalam *Bloomberg Galaxy Crypto Index* sepanjang Januari 2018 - Oktober 2021 dilakukan dengan rasio Sharpe, Treynor, dan Jensen's Alpha (Pranata dan Dewi, 2022). Kinerja Bitcoin, Ethereum, Binance Coin, Cardano, dan Dogecoin pada periode 2018 - 2021 diukur menggunakan indikator return, risiko, serta rasio Sharpe, Treynor, dan Jensen's Alpha (Khalifatullah dan Wulandari, 2024). Pendekatan komparatif serupa juga diterapkan pada Bitcoin, emas, dan indeks S&P 500 selama periode 2019 - 2022 dengan rasio Sharpe, Treynor, dan Jensen's Alpha (Meiryani et al., 2023).

Evaluasi terhadap Bitcoin, Ethereum, dan Solana pada periode 2021 - 2024 memperkaya metode melalui *Value at Risk* (VaR), *Expected Shortfall*, dan *rasio Sharpe*, (Prashayuniar dan Syafrida, 2025). Adapun pendekatan multi-metrik yang mencakup rasio Sharpe, Sortino, Treynor, *Maximum Drawdown*, VaR, *Expected Shortfall*, dan *Calmar Ratio* diterapkan pada Bitcoin, Binance Coin, Ethereum, dan Tether (Gooli dan Bash V, 2024).

Berdasarkan uraian penelitian terdahulu tersebut, terlihat adanya konsistensi dalam penggunaan indikator imbal hasil dan risiko yang dipadukan dengan *risk-adjusted return* sebagai dasar evaluasi kinerja *cryptocurrency*. Namun mayoritas penelitian terdahulu menggunakan rasio Sharpe sebagai salah satu indikator kinerja *risk adjusted return*, padahal Pendekatan ini kurang relevan ketika di terapkan pada aset dengan karakteristik distribusi imbal hasil *heavy-tailed* (Oeuvray dan Junod, 2015). Kendati demikian, masih terdapat celah yang belum sepenuhnya diteliti, yaitu evaluasi komperatif kinerja

sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar selama fase transisi kebijakan moneter The Fed, celah inilah yang menjadi fokus penelitian ini.

Mengacu pada celah tersebut, penelitian ini tiga rasio *risk-adjusted return*, yakni Sortino, Treynor, dan Jensen. Rasio Sortino digunakan untuk mengukur kinerja imbal hasil terhadap risiko penurunan semata, bukan terhadap volatilitas total. Selanjutnya, rasio Treynor digunakan untuk mengukur imbal hasil yang dihasilkan atas setiap unit risiko sistematis, sementara rasio Jensen's Alpha digunakan untuk mengukur imbal hasil abnormal, yaitu selisih antara imbal hasil aktual dengan imbal hasil yang seharusnya diperoleh berdasarkan tingkat risiko sistematisnya. Ketiga indikator tersebut selanjutnya dibandingkan melalui uji beda untuk mengidentifikasi ada atau tidaknya perbedaan kinerja antar aset *cryptocurrency* yang diteliti.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan, rumusan masalah dalam penelitian ini diarahkan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada kinerja berdasarkan rasio Sortino antar sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar selama fase transisi kebijakan moneter The Fed?
2. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada kinerja berdasarkan rasio Treynor antar sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar selama fase transisi kebijakan moneter The Fed?

3. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada kinerja berdasarkan rasio Jensen's Alpha antar sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar selama fase transisi kebijakan moneter The Fed?
4. Manakah di antara sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar yang memiliki kinerja terbaik ditinjau dari keseluruhan indikator selama fase transisi kebijakan moneter The Fed?

1.3. Batasan Masalah

Agar penelitian ini lebih terarah, diperlukan batasan masalah sebagai berikut:

1. Objek penelitian dibatasi pada sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar per September 2024. Daftar tersebut bersifat tetap selama periode analisis untuk menjaga konsistensi data.
2. Periode pengamatan dibatasi pada rentang waktu September 2024 hingga November 2025.
3. Fase transisi kebijakan moneter dalam penelitian ini diposisikan sebagai konteks waktu yang melatarbelakangi periode pengamatan, bukan sebagai variabel independen yang diuji secara kausal.
4. Evaluasi kinerja dibatasi pada tiga indikator *risk-adjusted return* yang terdiri atas rasio Sortino, Treynor, dan Jensen's Alpha.

1.4. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menguji signifikansi perbedaan kinerja berdasarkan rasio Sortino antar sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar selama fase transisi kebijakan moneter The Fed.
2. Menguji signifikansi perbedaan kinerja berdasarkan rasio Treynor antar sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar selama fase transisi kebijakan moneter The Fed.
3. Menguji signifikansi perbedaan kinerja berdasarkan rasio Jensen's Alpha antar sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar selama fase transisi kebijakan moneter The Fed.
4. Menentukan aset sepuluh *cryptocurrency non-stablecoin* dengan kapitalisasi pasar terbesar yang memiliki kinerja terbaik ditinjau dari keseluruhan indikator selama fase transisi kebijakan moneter The Fed.

1.5. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat baik secara teoritis maupun praktis, antara lain sebagai berikut:

1.5.1. Manfaat Teoritis

1. Memperkaya literatur di bidang keuangan digital, khususnya mengenai evaluasi kinerja aset *cryptocurrency*.
2. Memberikan sudut pandang baru dalam kajian kinerja aset *cryptocurrency* dengan memposisikan fase transisi kebijakan moneter The Fed sebagai konteks waktu evaluasi, yang selama ini belum dipertimbangkan dalam penelitian terdahulu

1.5.2. Manfaat Praktis

1. Menjadi dasar pertimbangan bagi investor dalam memilih aset *cryptocurrency non stabelcoin* lebih terukur.
2. Memberikan wawasan pengambilan keputusan investasi pada pasar aset *cryptocurrency non stabelcoin* yang lebih rasional, sehingga tidak semata-mata didorong oleh ekspektasi imbal hasil tanpa pemahaman yang memadai.

