



DETERMINAN KENAIKAN RASIO UTANG INDONESIA
PERIODE 2012-2019

Widjanarko
Badan Pendidikan dan Pelatihan Keuangan
Alamat Korepondensi: widjanarko@kemenkeu.go.id

ABSTRACT

This study aims to analyze and describe the decomposition of variable contributing to the increase in the ration of debt to Gross Domestic Product (GDP) of Indonesia in 2012-2019 using the debt dynamic approach. This research method uses the public debt to Gross Domestic Product (GDP) ratio decomposition model developed by the International Monetary Fund (2013). The result showed that variables contributing to an increase in the debt to GDP ratio include: i) negative primary balance due to an increase in the amount of debt issuance, ii) relatively high real interest rate, iii) exchange rate depreciation, and iv) stock flow adjustment (SFA). Effort to minimize the reduction in the primary balance deficit in the 2018 by -0.01 percent of GDP to -0.5 percent of GDP in 2019 shows the government's determination to maintain fiscal sustainability. This reflected in the relatively small increase in the ratio of debt to GDP from 29.98 percent in 2018 to 30.18 percent in 2019.

KATA KUNCI:

Keberlanjutan Fiskal, Debt Dynamic, Rasio Utang terhadap PDB, Keseimbangan Primer, Stock Flow Adjustment (SFA).

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguraikan (dekomposisi) variabel penyumbang kenaikan rasio utang terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia tahun 2012-2019 dengan pendekatan *debt dynamic*. Metode penelitian ini menggunakan model dekomposisi *public debt to Gross Domestic Product (GDP) ratio* yang dikembangkan International Monetary Fund/IMF (2013). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel menyumbang kenaikan rasio utang terhadap PDB, meliputi: i) keseimbangan primer negatif karena kenaikan jumlah pengadaan utang, ii) relatif tingginya tingkat bunga riil iii) pelemahan nilai tukar, dan iv) *Stock Flow Adjustment (SFA)*. Upaya meminimalisasi penurunan defisit keseimbangan primer tahun 2018 sebesar -0,01 persen PDB menjadi sebesar -0.5 persen GDP di tahun 2019 menunjukkan tekad pemerintah untuk menjaga keberlanjutan fiskal. Hal tersebut tercermin dalam relatif kecilnya peningkatan rasio utang terhadap PDB dari 29,98 persen tahun 2018 menjadi 30.18 persen PDB tahun 2019.

KLASIFIKASI JEL:

H63

CARA MENGUTIP:

Widjanarko. (2020). Determinan kenaikan rasio utang Indonesia periode 2012-2019. *Indonesian Treasury Review: Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara dan Kebijakan Publik*, 5(3), 183-191.

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar belakang

Indonesia merupakan negara dengan usia demografi yang tergolong muda dengan lebih dari setengah jumlah penduduk berusia di bawah 30 tahun. Penduduk usia kerja produktif tersebut akan terus meningkat dalam satu dasawarsa ke depan, namun menghadapi urbanisasi yang meningkat cepat. Untuk menghadapi tantangan tersebut, kondisi fiskal yang sehat menjadi instrumen kebijakan yang penting bagi pemerintah. Namun Pemerintah menghadapi masalah sempitnya ruang fiskal pasca krisis moneter Asia tahun 1998. Membengkaknya belanja *non-discretionary* (pola subsidi; beban bunga utang bail-out restrukturisasi perbankan) karena warisan masa lalu merupakan salah satu faktor pendorong sempitnya ruang fiskal. Meningkatnya prioritas *mandatory spending* Kementerian/Lembaga mempersempit ruang gerak APBN. Disiplin fiskal untuk tidak melampaui batas defisit anggaran sebesar 3 persen PDB menunjukkan kehati-hatian dalam mematuhi *rule based fiscal policy*. Namun kebijakan tersebut telah menjadi *automatic destabilisers* dan mendorong alokasi belanja modal untuk pembangunan manusia dan infrastruktur menjadi residual. Sebagai akibatnya, Indonesia mengalami *infrastructure deficiency* dan rendahnya Indeks Pembangunan Manusia/IPM). Menurut laporan United Nation and Development Program (UNDP 2019), posisi IPM Indonesia di tahun 2018 tercatat berada di urutan ke-111 (meningkat dari 116 di tahun 2017) dengan skor 0.707 dari 189 negara. Posisi Indonesia masih berada di atas Vietnam yang beradadi urutan ke 118 dengan skor 0.693, dan Kambodja di urutan ke 146 dengan skor 0.581. Sementara di antara negara ASEAN lainnya, posisi Filipina justru berada di atas Indonesia dengan urutan ke-106 dengan skor 0.712, Singapura di posisi 9 dengan skor 0.945; Brunei Darussalam di posisi 46 dengan skor 0.845, Malaysia di posisi 61 dengan skor 0.84. Dalam pada itu, sesuai Global Competitive Index Report (2019), indeks infrastruktur Indonesia berada di urutan ke 72 dengan skor 67,7. Posisi Indonesia berada di atas Vietnam di posisi ke 77 dengan skor 69,5; Filipina di posisi 96 dengan skor 57,8; Kambodja di posisi 106 dengan skor 54,9. Namun posisi Indonesia jauh di bawah Singapura di urutan ke 1 dengan skor 95,4, Malaysia di urutan ke 35 dengan skor 78, Brunei Darussalam di posisi ke 58 dengan skor 70,1; Thailand di urutan ke 71 dengan skor 67,8.

Guna mengejar ketertinggalan tersebut, *counter-cyclical* melalui fiskal stumulus dalam bentuk kebijakan defisit anggaran yang dibiayai melalui utang pada akhirnya tetap menjadi pilihan utama. Kebijakan tersebut telah berhasil mendorong pertumbuhan ekonomi yang relatif tinggi dengan rata rata sebesar 5,28 persen dalam periode 2001-20019. Pertumbuhan ekonomi riil tersebut telah berhasil menciptakan tambahan kapasitas fiskal guna pembayaran kewajiban bunga utang sampai tahun 2011. Namun sejak tahun 2012, pelemahan ekonomi global menurunkan kinerja pendapatan negara. Pelemahan Rupiah menyebabkan peningkatan pembayaran bunga utang. Di sisi lain, pengadaan utang untuk kebutuhan belanja modal infrastruktur guna mengejar pertumbuhan ekonomi mengalami peningkatan. Pada gilirannya, peningkatan pembayaran bunga utang dan pengadaan utang untuk belanja modal infrastuktur telah mendorong keseimbangan primer menjadi negatif untuk pertama kalinya tahun 2012. Sebagai akibatnya, rasio utang terhadap PDB secara bertahap meningkat sejak tahun 2013 sebesar 24.88 persen PDB menjadi 29.98 persen PDB dalam tahun 2018 dan 30.18 persen PDB tahun 2019. Mengacu pada Undang Undang Keuangan Negara No.17 Tahun 2003 yang menetapkan batas maksimal rasio utang terhadap PDB sebesar 60 persen PDB, maka rasio utang pemerintah sebesar 30.18 persen PDB dalam tahun 2019, dapat dinilai dalam batas aman. Rasio utang terhadap PDB Indonesia tahun 2019 ini pun tercatat terendah kedua diantara negara ASEAN setelah Brunei Darussalam¹. Dalam tahun 2019, rasio Utang per PDB Singapura 126,3 persen PDB, Malaysia 52.5 persen PDB, Philipina 41,5 persen PDB, Vietnam 56,1 persen PDB, Thailand 34 persen PDB. Namun keseimbangan primer yang berada dalam zona negatif, peningkatan outstanding utang valuta asing (valas) karena pelemahan Rupiah, peningkatan rasio utang terhadap PDB, telah mengurangi kapasitas fiskal. Pada gilirannya hal ini mengancam risiko likuiditas dan risiko solvabilitas, dan keberlanjutan fiskal dalam jangka panjang.

1.2. Studi Pustaka

Kajian tentang pengukuran keberlanjutan fiskal melalui model *debt dyamic* telah banyak dilakukan oleh banyak peneliti baik dalam berbagai bentuk *Technical Note* dan *Working Paper* IMF dan Bank Dunia maupun jurnal ilmiah. Kajian dalam paper ini merujuk pada penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Budina dan Nobert Fiess, (2005:8). Lebih lanjut Andreea Stoian (2011:2) menyimpulkan secara konsisten bahwa tingginya tingkat rasio utang terhadap PDB

¹Gross General Government Debt Terhadap PDB Tahun 2019, sebesar 2,8 persen. Data tentang Rasio Central

Government Debt to GDP Brunei Darussalam, tidak tersedia pada laman IMF.

merupakan salah satu penyebab hilangnya kesempatan suatu negara untuk menembus akses pasar yang menjurus kepada kebangkrutan dan krisis ekonomi. Namun studi tersebut hanya berfokus secara komprehensif pada tingkat rasio utang yang tinggi melebihi konsesus *Maastricht* Uni Eropa, dan tidak menganalisa variabel penyumbang perubahannya (stabil, meningkat, menurun) pada saat krisis terjadi. Jędrzejowicz (2012:287-288; Stoian 2011; Budina 2005) menyatakan bahwa faktor penyumbang perubahan rasio utang terhadap PDB meliputi variabel: a) pertumbuhan ekonomi riil, b) keseimbangan primer, c) tingkat bunga riil (efektif), d) perubahan nilai tukar, dan e) *stock flow adjustment*. *Stock Flow Adjustment (SFA)* merupakan selisih antara perubahan rasio utang dengan faktor a-b-c-d. Rasio utang terhadap PDB merupakan ukuran yang umum dipergunakan untuk mengukur solvabilitas suatu negara. Sedangkan untuk menjaga keberlanjutan fiskalnya, diperlukan persyaratan terpenuhinya *Government Budget Constraint* dan *No-Ponzi Game Condition*. *Government Budget Constraint* menyatakan bahwa *Net Present Value (NPV)* dari jumlah keseimbangan primer mendatang harus cukup untuk membayar utang. Sedangkan *No-Ponzi Game Condition* diartikan bahwa pemerintah disarankan tidak membayar cicilan pokok dan bunga utangnya dengan penerbitan utang baru tetapi dengan keseimbangan primer surplus setiap tahunnya (Budina 2005:7-9; Stoian, 2011: 6; Escolano, 2010:6-8). Apabila tingkat bunga efektif (r) lebih tinggi dari pertumbuhan ekonomi riil (g), pemerintah perlu untuk mengupayakan surplus pada keseimbangan primernya untuk mencegah meningkatnya rasio utang terhadap PDB dan sebaliknya. Apabila tingkat bunga sama dengan tingkat pertumbuhan ekonomi riil, keseimbangan primer yang konstan akan membuat rasio utang tidak berubah (Budina dan Fiess, 2005:19; Nolan dan Walliser, 2017:20-21; Ley, 2010:15). Dengan demikian, model *debt dynamic* beranggapan bahwa kebijakan fiskal yang *prudent* terjadi ketika target keseimbangan primer surplus dapat terpenuhi. Stoian (2011) menilai bahwa model pada penelitiannya merupakan perbaikan dari model pendahulunya yang mengevaluasi keberlanjutan fiskal dari sisi indikatornya saja. Sedangkan model *debt dynamic* ini mematok jumlah tambahan utang untuk menutup defisit anggaran tahun yang akan datang tidak diperkenankan lebih dari kebutuhan ditambah beban pembayaran bunga utang. Hal ini dimaksudkan supaya keseimbangan primer tidak menjadi negatif (*The Required Primary Balance*). Penggunaan pendekatan *Debt Dynamic* ini bermanfaat bagi pemerintah guna mencapai kebijakan fiskal yang berkelanjutan dalam jangka panjang.

Menurut Budina (2005:20), Eduardo Ley (2010:2-4, 7-8) bahwa pergerakan nilai tukar memberikan efek dalam dua hal, yaitu pembayaran bunga utang valas ekuivalen mata uang domestik dan perhitungan stok utang valas ekuivalen mata uang domestik. Utang dalam valas yang berlebihan dapat menjurus masalah utang valas, menipisnya cadangan devisa hingga krisis nilai tukar. Apabila pertumbuhan ekonomi dalam keadaan konstan, dan utang hanya dalam mata uang lokal, maka perubahan dalam rasio utang merupakan akibat dari: a) realisasi pembayaran bunga utang terhadap PDB; b) keseimbangan primer terhadap PDB, dan c) pertumbuhan ekonomi. Dengan asumsi memperhitungkan positif domestik inflasi, dan pengadaan utang dalam mata uang lokal dan valuta asing, maka *debt dynamic* akan lebih kompleks. *Debt Dynamic* harus merefleksikan biaya bunga utang dalam mata uang lokal dan valuta asing, dampak inflasi, pertumbuhan ekonomi, keuntungan dan kerugian utang dalam mata uang lokal (*unrealized loss*) terhadap perubahan nilai tukar. Di sisi lain, perubahan *outstanding* utang bukan hanya refleksi dari perubahan defisit anggaran, akan tetapi terdapat faktor lain (Campos dkk. 2006; Eurostat, 2015; Vratislav Izák (2009:127-128; Lojsch dkk, 2011). Stok utang dapat meningkat lebih dari penetapan defisit anggaran yang dikenal dengan *Stock Flow Adjustment (SFA)*. Positif SFA berarti stok utang meningkat lebih dari jumlah yang ditetapkan dalam defisit anggaran karena penggunaan pembiayaan PMN BUMN; pelemahan Rupiah yang menyebabkan peningkatan stock utang valas. Negatif SFA berarti stok utang meningkat kurang dari jumlah yang ditetapkan dalam defisit anggaran tahunan. Kajian ini merujuk pada penelitian Nina Budina (2005) yang mencakup pengaruh kebijakan di berbagai negara antara lain pemerintah Indonesia atas perubahan rasio utang terhadap PDB dalam tahun 1990-2002. Kajian Nina Budina selanjutnya dikembangkan periodenya pada 2000-2018 dalam kajian orasi ilmiah Widjanarko (Widyaisawara BPPK-2019). Memperhatikan, masih terus berlanjutnya kenaikan rasio utang dalam tahun 2019, paper ini selanjutnya difokuskan untuk merekonstruksi kembali variabel klasik penyumbang kenaikannya antara lain pelemahan Rupiah dan SFA, serta upaya memitigasinya.

1.3 Kerangka Pikir

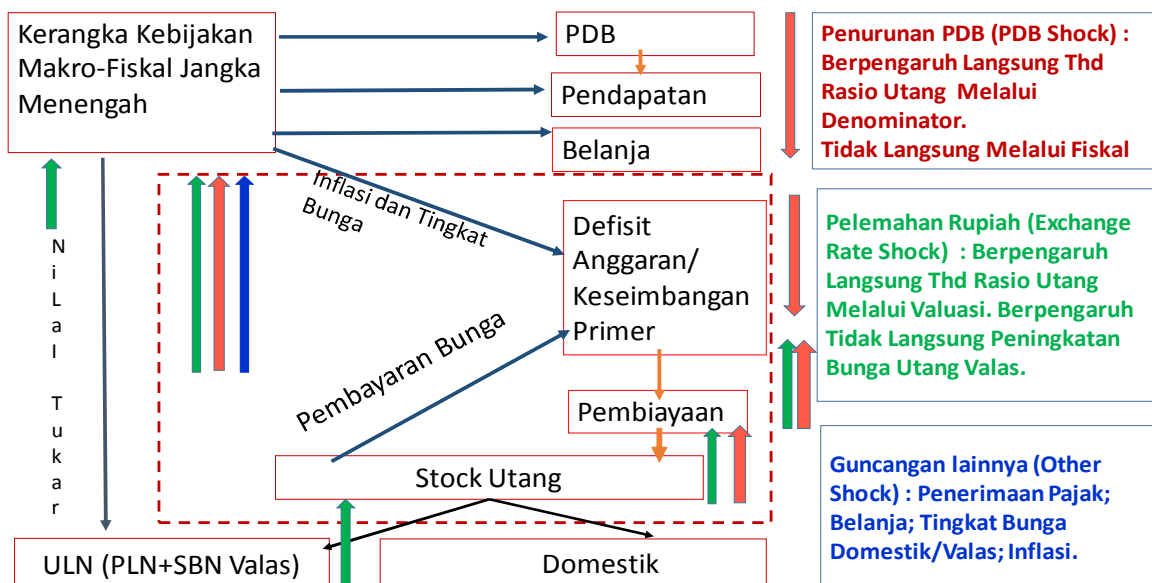
Sesuai siklus fiskal, proses terbentuknya defisit anggaran dimulai dari kebutuhan pembiayaan anggaran untuk membiayai target ekspansi belanja negara dalam APBN yang dibahas dan disetujui parlemen. Dalam hal pendapatan negara tidak cukup untuk membiayai ekspansi belanja negara, pemerintah kemudian melakukan

pengadaan utang sesuai dengan persyaratan pasar keuangan. Kebijakan defisit anggaran, pada gilirannya dapat meningkatkan *outstanding* utang dan kewajiban pembayaran bunga utang, dan dapat memicu defisit keseimbangan primer, yang selanjutnya memerlukan kembali tambahan utang. Rasio utang terhadap PDB menggambarkan indikator keberlanjutan utang atau beban pembayaran bunga utang yang berasal dari *outstanding* utang dalam suatu periode tertentu. Bila pertumbuhan PDB lebih tinggi dari pada tingkat bunga utang maka akan tercipta tambahan kapasitas fiskal dan menurunkan rasio utang, walau suatu negara mengalami defisit anggaran. Dengan demikian, keberhasilan meningkatkan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan memainkan peran penting dalam menjaga keberlanjutan fiskal. Guncangan pertumbuhan ekonomi (*GDP Shock*) mendorong penurunan pendapatan negara dan kapasitas fiskal, dan memicu defisit keseimbangan primer, serta perlunya tambahan utang. Disisi lain, guncangan nilai tukar (*Exchange Rate Shock*) akan mempengaruhi secara langsung atas meningkatnya *outstanding* utang dan meningkatnya rasio utang terhadap PDB, serta berpengaruh secara tidak langsung melalui peningkatan pembayaran utang valas. Konsep tersebut merupakan kerangka pikir kajian yang dapat dilihat dalam gambar 1.

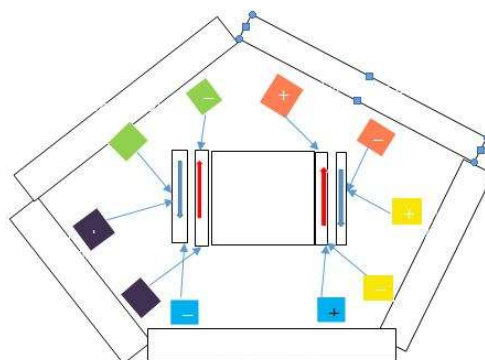
Sejalan dengan kerangka pikir tersebut, terdapat empat variabel penyumbang penurunan rasio utang terhadap PDB. Pertama, pertumbuhan ekonomi riil yang menghasilkan peningkatan kapasitas fiskal berupa pendapatan negara untuk

membayar bunga utang. Semakin tinggi PDB, semakin besar pemerintah memperoleh tambahan kapasitas fiskal untuk membayar beban utangnya. Kedua keseimbangan primer surplus yaitu selisih antara pendapatan negara dikurangi dengan belanja negara tidak termasuk pembayaran bunga utang. Keseimbangan primer surplus menunjukkan kecukupan kapasitas fiskal untuk membayar bunganya tanpa perlu secara khusus menambah utangnya. Dengan demikian keseimbangan primer surplus menyumbang penurunan rasio utang. Ketiga, *stock flow adjustment* negatif sebagai akibat dari penguatan Rupiah terhadap mata uang asing yang menyebabkan menurunnya stock utang ekuivalen Rupiah. Keempat, penguatan nilai tukar Rupiah. Sedangkan variabel peningkatan rasio utang terhadap PDB terdiri dari empat. Pertama, tingkat bunga riil merupakan realisasi pembayaran bunga utang terhadap total utang. Pembayaran bunga utang mengurangi kapasitas fiskal. Kedua, defisit keseimbangan primer. Ketiga, pelemahan Rupiah yang mempengaruhi peningkatan pembayaran bunga utang valas ekuivalen Rupiah. Porsi utang dalam valas yang semakin besar di tengah melemahnya Rupiah menyumbang kenaikan rasio utang terhadap PDB. Ke empat, *Stock Flow Adjustment* (SFA) positif yang berasal dari tambahan utang di atas penetapan defisit anggaran untuk pembiayaan non defisit anggaran seperti investasi dan suntikan modal BUMN. SFA positif juga berasal peningkatan *outstanding* utang valas dalam ekuivalen Rupiah karena melemahnya mata uang Rupiah. Berikut gambar variabel yang menyumbang perubahan rasio utang terhadap PDB.

Gambar 1: Kerangka Pikir Faktor Penyumbang Rasio Utang Dengan Pendekatan *Debt Dynamic*



Gambar 2: Variabel Penyumbang Kenaikan dan Penurunan Rasio Utang Terhadap PDB



Sumber: Diolah oleh Penulis.

+ = Surplus. - = Defisit. + = Meningkat. - = Menurun. + = Meningkat. - = Menurun.
 + = Menguat. - = Melemah.

2. METODE

Kajian ini menggunakan data primer (wawancara dengan narasumber tertentu) dan data sekunder berupa data kuantitatif yang berkaitan dengan variabel perubahan rasio utang. Model penelitian penguraian (*decomposition*) faktor penyumbang perubahan rasio utang terhadap PDB, diadopsi dari model yang dikembangkan oleh staff IMF dalam *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries* (2013:41). Staf IMF menyimpulkan bahwa keberlanjutan fiskal dipengaruhi oleh konsistensi merealisasikan

target asumsi makro (tingkat bunga dan nilai tukar), penetapan pembiayaan defisit anggaran melalui utang pada tingkat keseimbangan primer surplus yang mendukung pertumbuhan ekonomi. Kerangka keberlanjutan fiskal didasarkan pada identitas yang secara karakteristik merupakan perubahan stok utang (*debt dynamic*) dalam ukuran rasio utang terhadap PDB yang dipengaruhi variabel: a) pertumbuhan ekonomi riil; b) keseimbangan primer c) tingkat bunga riil; d) pergerakan nilai tukar; dan e) *Stock Flow Adjustment* dalam model:

$$D_{t+1} - d_t = \left(\frac{1}{1+g_{t+1}} \right) * \left(d_t * \left[r_{t+1}^d * \frac{d_t^d}{d_t} + r_{t+1}^f * \frac{d_t^f}{d_t} \right] - d_t * g_{t+1} + d_t^f * \xi_{t+1} * (1 + r_{t+1}^f) \right) - pb_{t+1} + 0_{t+1} + res_{t+1}$$

Sumbangan dari tingkat bunga.

Sumbangan dari PDB.

Sumbangan dari nilai tukar.

Sumbangan dari keseimbangan primer dan faktor lainnya.

ol	Variabel	Sumber Data
d_t	Rasio utang pada akhir periode	Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR), Kementerian Keuangan 2001-2019.
d_{t+1}	Rasio utang pada akhir periode + 1	DJPPR, Kementerian Keuangan Tahun 2001-2019.
g_{t+1}	Pertumbuhan PDB akhir periode + 1	Biro Pusat Statistik, 2010-2019 dengan penyesuaian untuk tahun 2000-2009.
r_{t+1}^d	Tingkat bunga utang domestik akhir periode + 1	Merupakan realisasi pembayaran bunga utang yang berasal dari DJPPR, Bank Indonesia, BPK R.I.
d_t^d	Stok utang domestik	DJPPR, Kementerian Keuangan Tahun 2001-2019.
r_{t+1}^f	Tingkat bunga utang dalam valuta asing akhir periode + 1	Merupakan realisasi pembayaran bunga utang yang berasal dari DJPPR, Bank Indonesia, BPK R.I.
d_t^f	Stok utang dalam valuta asing	DJPPR, Kementerian Keuangan Tahun 2001-2019.
ξ_{t+1}	Tingkat nilai tukar akhir periode + 1	Laporan Tahunan Bank Indonesia, BPS 2001-2019.
pb_{t+1}	Keseimbangan primer (<i>primary balance</i>) akhir periode + 1	DJPPR, Kementerian Keuangan Tahun 2001-2019, BPK R.I.
0_{t+1}	Faktor lainnya akhir periode + 1	-
res_{t+1}	Residual (selain tingkat bunga; nilai tukar; PDB riil; keseimbangan primer) akhir periode + 1	DJPPR, Kementerian Keuangan Tahun 2001-2019.

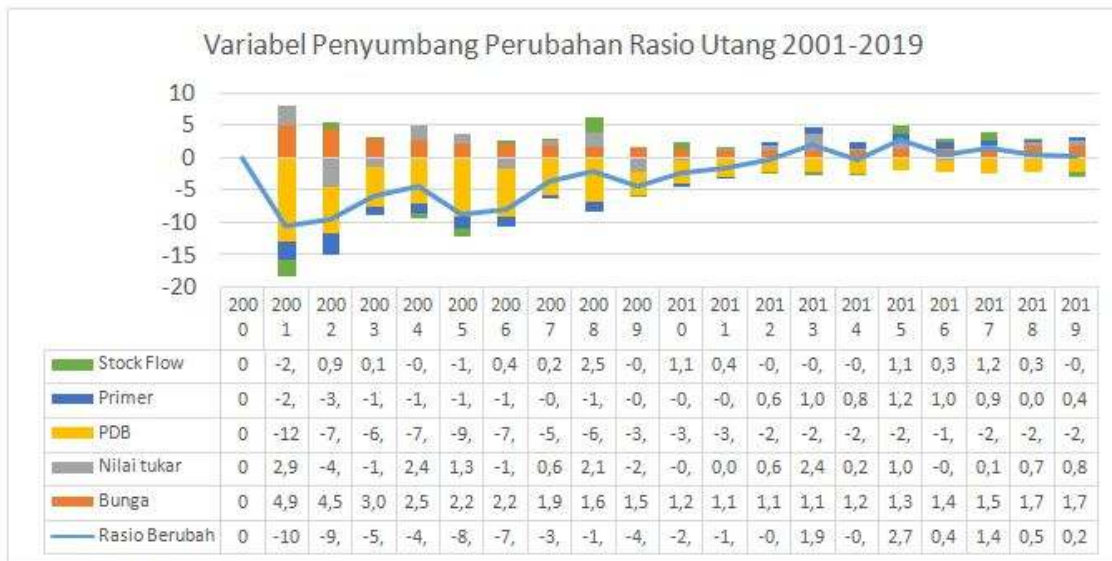
Sekalipun tujuan kajian ini memfokuskan pada pengaruh kebijakan Pemerintah pada variabel penyumbang kenaikan rasio utang terhadap PDB selama tahun 2012-2019, namun sebagai bahan perbandingan, akan disajikan data dalam dua periode. Penetapan dalam 2 periode didasarkan pada pertimbangan untuk menilai peran penting variable keseimbangan primer yang

semula positif sampai 2011, menjadi negatif pada tahun 2012.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran tentang hasil analisa faktor penyumbang perubahan rasio utang terhadap PDB 2001-2019 dapat dilihat sebagai berikut:

Grafik 1: Variabel Penyumbang Perubahan Rasio Utang Terhadap PDB 2001-2019



Sumber : Hasil olah data oleh Penulis.

Grafik di interpretasikan sebagai berikut. Masing-masing kolom memberikan sumbangan terhadap perubahan rasio utang terhadap PDB selama tahun 2001-2019. Kolom di atas garis nol,

memberikan sumbangan terhadap kenaikan rasio utang terhadap PDB. Kolom di bawah garis nol memberikan sumbangan terhadap penurunan rasio utang terhadap PDB.

	Pertumbuhan ekonomi riil yang menyumbang penurunan rasio utang selama tahun 2001-2019 (di bawah garis nol).
	Tingkat bunga utang yang menyumbang kenaikan rasio utang (di atas garis nol).
	Nilai tukar yang diaplikasikan dalam perhitungan bunga utang valas menyumbang kenaikan rasio (di atas garis nol) pada saat nilai rupiah melemah, dan menyumbang penurunan rasio utang (di bawah garis nol) pada saat rupiah menguat.
	Keseimbangan primer negatif yang menyumbang penurunan rasio utang (di bawah garis nol) selama tahun 2001-2011, dan defisit keseimbangan primer (di atas garis nol) yang menyumbang kenaikan rasiokenaikan rasio utang dalam tahun 2012-2019.
	Stock Flow Adjustment (SFA) yang mencerminkan; unrealized exchange rate loss; suntikan PMN BUMN (berada di atas garis nol), dan SFA Negatif berasal unrealized exchange gain atas utang valas (berada di bawa garis nol).Kajian ini tidak memperhitungkan penggunaan Sisa Lebih Penggunaan Anggaran (SILPA); Sisa Kurang Penggunaan Anggaran (SIKPA) dalam perhitungan Stock Flow Adjustment.

Variabel penyumbang kenaikan Rasio Utang Terhadap PDB 2001-2019 dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut.

Tabel 1 : Variabel Penyumbang Perubahan Rasio Utang Terhadap PDB 2001-2019.

Tahun	PDB RII	Rasio Utang	Perubahan Rasio Utang	Sumbangan Penurunan Rasio Berasal dari PDB	Sumbangan Bunga Efektif Sesuai Nilai Tukar	Sumbangan perubahan nilai tukar thd rasio utang	Keseimbangan Primer Thd PDB	Stock Flow Adjustment
(1)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)=(4)-(5)-(6)-(7)
2001	3,64	72,63	-10,36	-12,93	4,97	2,93	-2,66	-2,67
2002	4,50	63,16	-9,47	-7,00	4,52	-4,62	-3,30	0,93
2003	4,78	57,47	-5,69	-6,02	3,05	-1,46	-1,41	0,15
2004	5,03	53,16	-4,30	-7,06	2,56	2,42	-1,58	-0,63
2005	5,69	44,46	-8,70	-9,17	2,21	1,32	-1,72	-1,34
2006	5,50	36,63	-7,83	-7,52	2,22	-1,57	-1,40	0,44
2007	6,35	33,03	-3,60	-5,67	1,90	0,67	-0,71	0,22
2008	6,01	31,06	-1,97	-6,66	1,68	2,10	-1,60	2,52
2009	4,63	26,64	-4,42	-3,64	1,57	-2,09	-0,09	-0,17
2010	6,22	24,49	-2,15	-3,47	1,29	-0,50	-0,61	1,14
2011	6,17	23,09	-1,40	-3,03	1,19	0,09	-0,11	0,46
Jumlah 2001-2011	58,53	-	-59,91	-72,17	27,15	-0,72	-15,20	1,04
Rata Rata 2001-2011	5,32	-	-5,45	-6,56	2,47	-0,07	-1,38	0,09
2012	6,03	22,95	-0,14	-2,10	1,17	0,85	0,61	-0,47
2013	5,56	24,88	1,93	-2,24	1,18	2,44	1,03	-0,49
2014	5,01	24,68	-0,20	-2,41	1,26	0,22	0,88	-0,15
2015	4,88	27,46	2,78	-2,05	1,35	1,08	1,24	1,16
2016	5,03	27,94	0,48	-1,95	1,47	-0,37	1,01	0,32
2017	5,07	29,40	1,45	-2,43	1,59	0,16	0,92	1,22
2018	5,15	29,98	0,58	-2,29	1,75	0,78	0,01	0,33
2019	5,05	30,18	0,20	-2,08	1,74	0,82	0,49	-0,77
Jumlah 2012-2019	41,77	-	7,09	-17,54	11,53	5,78	6,19	1,14
Rata-rata 2012-2019	5,22	-	0,89	-2,19	1,44	0,72	0,77	0,14
Rata-rata 2001-2019	5,28	-	-	-4,38	1,95	0,33	-0,30	0,12

Sumber : Diolah oleh Penulis.

Rasio utang terhadap PDB pada tahun 2012 sebesar 22,95 persen PDB masih menunjukkan tren menurun dibandingkan tahun 2011 sebesar 23,09 persen PDB sekalipun keseimbangan primer untuk pertama kalinya kembali mengalami defisit. Namun dalam periode 2012-2019, rasio utang terhadap PDB mengalami peningkatan dari 22,95 persen PDB 2012 menjadi sebesar 30,18 persen PDB pada 2019 atau mengalami kenaikan sebesar 7,23 persen PDB. Empat variabel menyumbang kenaikan rasio utang terhadap PDB yaitu: a) keseimbangan primer dari surplus 0,1 persen tahun 2011 menjadi -0,6 persen tahun 2012 untuk pertama kalinya. Secara rata rata sepanjang periode 2012-2019, keseimbangan primer mengalami defisit sebesar 0,77 persen PDB. Secara akumulatif sepanjang 2012-2019, keseimbangan primer negatif menyumbang kenaikan rasio utang sebesar 6,19 persen Keseimbangan primer negatif tersebut menggambarkan bahwa pendapatan negara tidak cukup membiayai belanja murni di tahun 2012-2019. Kebijakan ini dan memberikan sinyal perlunya kewaspadaan akan kesinambungan fiskal karena tiak sesuai teori *No Ponzi Game*, b) pembayaran bunga utang karena relatif tingginya yield Surat Berharga Negara (SBN) dan peningkatan outstanding SBN domestik dan

valas serta pinjaman luar negeriyang rata rata menncapai 1,44 persen PDB. Rata rata pembayaran utang sebesar 1,44 persen PDB tersebut, menyumbang kenaikan rasio utang terhadap PDB sebesar 11,58 persen c). Pelemahan Rupiah sebesar 6,06 persen yang mengakibatkan kenaikan pembayaran utang valas menyumbang kenaikan rasio utang sebesar 5,78 persen d) Penggunaan utang untuk bukan penbiayaan defisit tapi untuk penyertaan modal pemerintah (*stock flow adjustment-SFA*) menyumbang kenaikan rasio utang sebesar 1,14 persen. Sumbangan kenaikan rasio utang dari empat variabel tidak dapat dikompensasi oleh sumbangan penurunan rasio utang dari pertumbuhan ekonomi. Sepanjang 2012-2019, ekonomi *real* tumbuh rata rata sebesar 5,32 persen dan menyumbang penurunan rasio utang sebesar 17,54 persen.

4. KESIMPULAN DAN SARAN

4.1 Kesimpulan

Hasil kajian paper ini memberikan masukan *issue* klasik empat variabel utama penyumbang peningkatan rasio utang dalam periode 2012-2019. Kenaikan rasio utang Indonesia 2012-2019, bukan semata mata karena bertambahnya

nominal utang. Namun terdapat variable lain yaitu pembayaran bunga utang riil yang tercermin masih tingginya yield SBN, pelemahan rupiah yang masih terus berlanjut, keseimbangan primer negatif sejak 2012 yang belum sempat kembali ke surplus, dan kebijakan pembiayaan PMN BUMN (SFA positif). Kenaikan rasio utang yang disumbang empat variabel tersebut tidak dapat mengkompensasi sumbangan penurunan rasio utang karena pertumbuhan ekonomiriil. Upaya pemerintah untuk meminimalisasi defisit keseimbangan primer -0.01 persen tahun 2018 menjadi -0.5 persen PDB tahun 2019 guna mengendalikan rasio utang terhadap PDB telah sesuai dengan model *debt dynamic* pada penelitian Budina (2005) dan Stoian (2011). Namun disisi lain, pengadaan utang untuk pembiayaan investasi-non defisit anggaran – PMNBUMN (*stock flow adjustment* positif) selama ini akan terus menyumbang kenaikan rasio utang terhadap PDB. Kebijakan ini dapat mengancam risiko fiskal karena tidak sesuai dengan teori *stock flow adjustment* (Campos dkk, 2006; Jurgen Von Hagen dan Guntram B Wolf 2006). Sekalipun demikian, peningkatan rasio utang dari 29.98 persen PDB tahun 2018 menjadi 30,18 persen PDB tahun 2019 masih dalam batas aman terkendali di bawah 60 persen PDB.

4.2 Saran

Sekalipun rasio utang masih dalam keadaan sehat, reformasi struktural untuk mengendalikan nilai tukar Rupiah perlu dilanjutkan. Kebijakan defisit anggaran terukur, perlu mulai mengurangi pengadaan utang untuk pembiayaan non defisit anggaran seperti PMN BUMN (meminimalisasi SFA positif) tanpa mengorbankan stimulus pertumbuhan ekonomi yang inklusif dan berkelanjutan. Sesuai prinsip pengelolaan utang yang hati-hati (*prudent*) berdasarkan pendekatan *cost and risk*, Pemerintah perlu mempertimbangkan untuk mulai menurunkan porsi utang valas (mengurangi SFA positif), guna meminimalisasi kenaikan rasio utang terhadap PDB karena pelemahan Rupiah. Sejalan dengan itu, perlu memulai melakukan lindung nilai (*hedging*) utang valas guna mengurangi kerugian nilai tukar.

REFERENSI

Anaya, P., & Pienkowski, A. (2015). What really drives public debt: A holistic approach. *IMF Working Paper*, WP/15/137.

Allen, M. (2008). *Debt Sustainability Analysis for Market Access Countries*. Washington: International Monetary Fund.

Bank Indonesia. (2017). Laporan perekonomian Indonesia 2000-2017. Jakarta: Bank Indonesia.

Baldacci, E., McHugh, J., & Petrova, I. (2011). Measuring fiscal vulnerability and fiscal stress: A proposed set of indicators. *IMF Working Paper*, WP/11/94.

Baldacci, E., & Manmohan, S. K. (2010). Fiscal deficits, public debt, and sovereign bond yields. *IMF Working Paper*. WP/10/184.

Bassanetti, A., & Cottarelli, C., Presbitero, A. (2016). *Market access and public debt dynamics*. *IMF Working Paper*, WP/16/253

Budina, N., & Norbert F. (2005). *Public debt and its determinants in market access 15 case studies*. Washington: The Public Debt Management Network, World Bank.

Bank Dunia. (2005). How to of Fiscal Sustainability A Toolkit for assessing FS in MICs The World Bank.

Campos, Camila, F.S., Jaimovich, D., & Panizza, U. (2006). The unexplained part of public debt. *Emerging Markets Review*, 7.

Chalk, N., & Hemming. (2000). Assessing fiscal sustainability in theory and practice. *IMF Working Paper*, WP/00/81.

Cherif, R., & Hasanov, F. (2012). Public debt dynamics: The effects of austerity, inflation, and growth shocks. *IMF Working Paper*, WP/12/230.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2016). *Kajian Lanjutan Determinan Tingkat Imbal Hasil (Yield) Surat Berharga Negara (SBN) Domestik*. Jakarta: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan.

Easterly, W. (1997). The ghost of financing gap: How the harod-domar growth-model still haunts development economics. *The World Bank Development Research Group*.

Eurostat. (2018). *Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area (EA-19) and the EU-28 for the period 2014-2017, as reported in the April 2018 EDP notification*. Eurostat.

Escolano, J. (2010). *A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates*. Washington: International Monetary Fund.

Fischer, S., & Easterly, W. (1990). The economics of the government budget constraint. *The World Bank Research Observer*, 5.

Ghosh, dkk. (2011). Fiscal fatigue; fiscal space and debt sustainability in advanced economy. *National Bureau of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 February 2011*.

Guillemette, Y., & Strasky, J. (2015). Japan's challenging debt dynamic by 2015. *OECD Journal: Economic Studies*, 24.

- Gylfason, T. (2011). *Fiscal Polic, IMF Institute/Center for Excellence in Finance Course on Macroeconomic Management and Financial Sector Issues, Slovenia*.
- Hagen, J. V., & Guntram, B. W. (2006). *What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU, Governance and the Efficiency of Economic System (GESY)*.
- IMF. (2013). *Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries*. Washington: International Monetary Fund.
- Isaac, A. G. (2009). *Deficit and debt Course: Macroeconomic, June 17*.
- Izák, V. (2009). Primary balance, public debt and fiscal variables in postsocialist members of the European Union. *Pra Gue Economic Papers*.
- Jędrzejowicz, T., & Koziński, W. (2012). A framework for fiscal vulnerability assessment and its application to Poland. *BIS papers*, 67.
- Kementerian Keuangan, Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) Tahun 2006-2017.
- Ley, E. (2010). Fiscal external sustainability. *Economic Policy and Debt Department, PREM. The World Bank, July*.
- Lojsch, D. H., dkk. (2011). The size and composition of government debt in the euro area. *Occasional Paper Seriea*, 132.
- Nolan, S., & Walliser, J. (2018). *Guidance note on the bank-fund debt sustainability framework for low income countries*. Washington: IMF.
- Pienkowski, A. (2017). Debt limit and structure of public debt. *IMF Working Paper*, WP/17/117.
- Reinhart, C. M. G., & Rogoff, K., S. (2010). Growth in a time of debt by. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 100.
- Roubini, N. (2001). Debt sustainability: how to assess whether a country. *Insolvent by Stern School of Business New York University, December 2001*.
- Schwab, K. (2019). *Global Competitiveness Report 2019*. World Economic Forum. Diakses 30 September 2020 dari http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf
- Stoian, A. (2011). Simple public debt dynamic model for assessing fiscal vulnerability: empirical evidence for eu countries. *Macrothink Institute, Research in Applied Economics, ISSN 1948-5443*, 3(2).
- Shahnaz, T., dkk. (2005). *Debt Dynamics and its Burden on National Economy: A Case Study of Pakistan (1970-2005)*.
- Taolam, J. K. (2014). *Fiscal and debt sustainability fiscal analysis and forecasting*. Workshop: IMF-WB, Bangkok, Thailand.
- Turner, D., & Spinelli, F. (2013). Interest-rate-growth differentials and government debt dynamics. *OECD Journal: Economic Studies Volume 2012*.
- Undang Undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara.
- Weber, A. (2018). *Stock-flow adjustments and fiscal transparency: a cross-country comparison*. Washington: International Monetary Fund.
- Widjanarko. (2019). Analisa faktor penyumbang perubahan rasio utang terhadap PDB tahun 2000-2018 (pendekatan debt dynamic). *Jurnal Kewidyaiswaraan*, 4(2).