

# STUDI MANAJEMEN UTANG LUAR NEGERI DAN DALAM NEGERI PEMERINTAH DAN ASSESSMENT TERHADAP OPTIMAL BORROWING <sup>1</sup>

Oleh: Almizan Ulfa<sup>2</sup>

## Rekomendasi

Hasil analisis dari studi ini memberikan rekomendasi kebijakan dalam dua perspektif: (i) perspektif efisiensi utang dalam dan luar negeri; dan (ii) perspektif portofolio utang komersial. Paparan masing-masing perspektif tersebut disajikan berikut ini.

### *Perspektif Efisiensi*

Suatu pinjaman dianggap relatif lebih efisien daripada pinjaman lain apabila biaya pinjaman tersebut lebih kecil daripada biaya pinjaman lainnya. Pinjaman dalam negeri Indonesia terdiri dari 2 jenis obligasi, yaitu obligasi *fixed rate* dan *variable rate*. Pinjaman luar negeri, digolongkan menjadi dua kelompok, yaitu *bond market debt* (berupa obligasi RI0014) dan *official debt*. Biaya pinjaman dalam negeri dihitung sebagai rata-rata tertimbang suku

---

<sup>1</sup> Studi ini dilakukan oleh Lembaga Penelitian dan Pengembangan Ekonomi, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada (UGM) Yogyakarta bekerjasama dengan Badan Pengkajian Ekonomi, Keuangan, dan Kerjasama Internasional (Bapekki) (d/h Badan Analisa Fiskal (BAF), Departemen Keuangan RI.

<sup>2</sup> Almizan Ulfa adalah Peneliti pada Bapekki Departemen Keuangan RI.  
E-mail: [almizan@centrin.net.id](mailto:almizan@centrin.net.id)

bunga obligasi *fixed rate* dan *variable rate*. Sementara itu, biaya pinjaman luar negeri dikalkulasi sebagai rata-rata tertimbang bunga obligasi RI0014 dan bunga *official debt*, ditambah *forward discount (exchange rate risk premium)*. *Forward discount* dimasukkan dalam komponen biaya utang luar negeri karena Indonesia menghadapi risiko perubahan nilai tukar (*exchange rate risk*) di masa depan. Risiko ini akan mempengaruhi perubahan jumlah rupiah yang dibayarkan untuk bunga dan cicilan. Selain itu, bunga obligasi RI0014 lebih tinggi dibandingkan bunga *T-bond* 10 tahun. Suku bunga obligasi RI0014 sebesar 6,75 persen, sedangkan bunga *T-bond* 10 tahun sebesar 4,13 persen (1 September 2004). Perbedaan antara bunga obligasi RI0014 dan bunga *T-bond* ini sebesar 2,62 persen, dan disebut *interest rate risk premium*. Adanya *interest rate risk premium* yang cukup besar ini disebabkan Indonesia termasuk negara yang memiliki *country risk* yang masih cukup tinggi.

Hasil estimasi penelitian ini menunjukkan bahwa biaya utang dalam negeri sebesar 9,812 persen. Rata-rata tertimbang bunga pinjaman luar negeri cukup kecil, yaitu sebesar 3,433 persen, namun dengan *forward exchange risk premium* yang cukup besar (5,732 persen), maka biaya utang luar negeri menjadi cukup tinggi pula, yaitu sebesar 9,165 persen. Dari hasil estimasi tersebut, terlihat bahwa biaya pinjaman luar negeri lebih kecil dibandingkan biaya pinjaman dalam negeri. Namun, pinjaman luar negeri menimbulkan biaya oportunitas yang tidak dapat diukur secara kuantitatif. Hal ini disebabkan adanya biaya kondisional (*conditionalities*) yang sering menyertai pinjaman luar negeri. Biaya kondisional ini berupa prasyarat tertentu yang ditetapkan oleh negara atau institusi kreditur yang harus dilakukan oleh negara kreditur sebagai konsekuensi memperoleh pinjaman. Biaya kondisional ini menyebabkan biaya oportunitas pinjaman luar negeri yang lebih besar dibanding dengan pinjaman dalam negeri. Salah satu bentuk biaya kondisional yang harus

ditanggung oleh Indonesia karena menerima pinjaman dari IMF adalah butir-butir kesepakatan yang dituangkan dalam *Letter of Intent* (LoI). Jumlah LoI yang ditandatangani oleh Pemerintah Republik Indonesia dan IMF tercatat sebanyak 24 LoI. Secara umum, terdapat 10 bidang yang menjadi titik berat kesepakatan tersebut. Bidang-bidang tersebut adalah bidang fiskal, bidang moneter dan perbankan, bidang restrukturisasi perbankan, bidang restrukturisasi dan reformasi aturan kepailitan perusahaan, bidang investasi dan regulasi, bidang privatisasi perusahaan negara, bidang perdagangan internasional, bidang jaring pengaman sosial, bidang lingkungan dan bidang lainnya.

Menurut Dennis (2004), penentuan portofolio yang optimal dapat dilakukan berdasarkan *expected cost of borrowing* dan risiko pinjaman. Portofolio utang yang optimal merupakan portofolio yang memberikan *expected cost of borrowing* dan risiko yang paling kecil. Studi ini tidak melakukan simulasi portofolio utang yang memiliki risiko paling kecil karena tidak tersedianya data komprehensif, khususnya data suku bunga setiap *official debt*. Dengan demikian *variance* bunga utang luar negeri dan *covariance* antara bunga utang luar negeri dan dalam negeri tidak dapat diestimasi. Data yang tersedia hanya data suku bunga setiap jenis obligasi *fixed rate* dan *variable rate*. Dari data tersebut diketahui bahwa *variance* bunga utang dalam negeri sebesar 0,00096.

Selanjutnya, studi ini melakukan 12 simulasi untuk menentukan portofolio utang yang memiliki *expected cost of borrowing* yang paling kecil. Simulasi yang dilakukan serupa dengan simulasi yang dilakukan oleh Dennis (2004). Simulasi 1-Simulasi 11 dilakukan dengan memberikan bobot terhadap pinjaman dalam negeri dan luar negeri, mulai dari 0 persen sampai dengan 100 persen. Sementara Simulasi 12 dihitung berdasarkan perkiraan kondisi portofolio utang Indonesia pada tahun 2004.

Simulasi memperlihatkan hasil yang sama dengan Dennis

(2004), yaitu bahwa portofolio utang yang optimal adalah portofolio utang yang terdiri dari utang luar negeri 100 persen. Namun, Pemerintah Indonesia harus mempertimbangkan bahwa pinjaman luar negeri menimbulkan biaya kondisionalitas yang cukup besar. Hal ini disebabkan adanya persyaratan tertentu yang harus dipenuhi oleh Pemerintah Indonesia, sebagai syarat untuk memperoleh pinjaman dari negara kreditur. Selain itu, pinjaman utang luar negeri yang cukup besar dapat menimbulkan kesulitan di masa yang akan datang jika nilai tukar Rupiah mengalami fluktuasi yang besar.

Sementara itu, hasil penelitian Reinhart, Rogoff dan Savastano (2003) membuktikan bahwa batas aman rasio utang luar negeri (pemerintah dan swasta) terhadap PDB negara berkembang adalah 15-20 persen. Apabila portofolio utang pemerintah Indonesia seluruhnya (100 persen) dikonversi menjadi utang luar negeri, maka rasio utang luar negeri pemerintah terhadap PDB (tahun dasar 2000) Indonesia pada tahun 2004 menjadi sebesar 52,2 persen. Angka ini cukup tinggi, sehingga menyebabkan risiko *default* Indonesia menjadi cukup besar.

Kenyataannya rasio utang luar negeri pemerintah terhadap PDB Indonesia saat ini sebesar 24,58 persen. Apabila dibandingkan dengan batas aman rasio utang terhadap PDB menurut Reinhart, Rogoff dan Savastano (2003), angka 24,58 persen ini pun masih cukup berisiko. Dengan demikian, diperlukan upaya untuk mengkonversi utang luar negeri ke dalam utang dalam negeri untuk menghindari terjadinya resiko krisis utang luar negeri.

### ***Perspektif Portofolio Utang Pemerintah***

Beban utang Pemerintah Indonesia yang tinggi tidak dapat lepas dari biaya krisis Asia (moneter) yang telah menjadi krisis ekonomi pada periode 1997-1998. Sejalan dengan restrukturisasi utang swasta dan rekapitalisasi perbankan, pemerintah harus menanggung beban utang sebesar Rp 650 triliun dalam bentuk

obligasi rekap. Besarnya beban biaya tersebut telah menimbulkan beban pinjaman yang besar bagi pemerintah. Dengan berakhirnya kerjasama likuiditas dengan IMF, beban ini harus dialihkan ke dalam portofolio pinjaman domestik agar tidak terjadi akumulasi yang besar pada utang luar negeri. Oleh karena itu, Surat Utang Negara (SUN) sebagai obligasi resmi pemerintah menjadi instrumen pembiayaan yang penting untuk menggalang dana masyarakat di dalam negeri. Selain itu, penerbitan surat pinjaman ini juga merupakan upaya pemerintah untuk mengurangi risiko utang luar negeri yang berlebihan.

Akan tetapi, penerbitan obligasi untuk mengurangi ketergantungan terhadap utang luar negeri ini memunculkan beban baru. Hingga 25 September 2004, terdapat Rp 616 triliun obligasi pemerintah yang beredar, terdiri atas Rp 169,2 triliun obligasi suku bunga tetap dan Rp 222 triliun obligasi suku bunga mengambang (variabel). Sisanya merupakan obligasi yang tidak diperdagangkan (*non tradeable bonds*). Obligasi tersebut terdiri atas *hedge bonds* dan obligasi kepada Bank Indonesia masing-masing sebesar Rp 5,6 triliun dan Rp 219 triliun. Semakin meningkatnya jumlah obligasi pemerintah yang beredar membuat pemerintah setiap tahun harus membayar bunga obligasi dan pokok utang pada saat jatuh tempo dalam jumlah besar. Untuk mengurangi risiko *default* dan *refinancing risk*, maka pemerintah harus melakukan restrukturisasi atas utang obligasi tersebut. Beberapa alternatif restrukturisasi utang diantaranya adalah *reprofiling*, *buyback* dan *debt swap*.

Pengamatan yang dilakukan terhadap RAPBN 2005 menunjukkan bahwa beban bunga masih merupakan agenda pengeluaran yang terbesar. Oleh karena itu, upaya pengurangan risiko utang dilakukan dengan mengurangi beban bunga secara bertahap. *Reprofiling* merupakan upaya efektif yang perlu dilakukan untuk mengurangi beban utang. Kebijakan ini akan membantu pemerintah mengurangi risiko finansial yang mungkin

terjadi. *Reprofiling* memiliki beberapa manfaat, yaitu: (i) Memperpanjang jatuh tempo (maturitas); (ii) Mengurangi beban bunga pemerintah; dan (iii) Meningkatkan likuiditas pasar sekunder

Selain itu, perlu dilakukan *buyback* sebagai upaya pengurangan stok utang beredar. Fasilitas ini akan memungkinkan pemerintah untuk: (i) Menurunkan beban bunga secara bertahap; (ii) Meningkatkan kepercayaan investor (pasar); dan (iii) Menghindarkan berbagai risiko termasuk volatilitas harga.

Struktur pembiayaan yang tertuang dalam RAPBN 2005 mengindikasikan masih besarnya peran pinjaman multilateral pemerintah dalam pembiayaan anggaran. Yang dapat dilakukan adalah melakukan restrukturisasi dengan mengombinasikan ketiga alternatif skema kebijakan utang di atas. Sedangkan untuk utang luar negeri, upaya penyelesaian perlu dilakukan dengan mengusahakan persetujuan *debt swap*. Bila hal ini berhasil dilakukan, maka beban utang akan berkurang secara sinergis dengan penerimaan manfaat pada berbagai bidang. Sebagai contoh adalah *debt swaps* yang selama ini telah dilakukan dengan Jerman dan Inggris di bidang pendidikan dan transportasi. Pada masa mendatang, juga perlu diusahakan persetujuan *debt-to-poverty swap* sebagai langkah simultan untuk mengurangi kemiskinan. Dalam prakteknya, jumlah yang bisa diselesaikan dengan skema ini cukup kecil.

Dalam melakukan *reprofiling*, kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang dipindahkan maturitasnya, sehingga beban pada pemerintah tersebut berkurang. Sebagai contoh Tim PPE FE UGM menghitung rata-rata pembayaran beban obligasi tahunan pemerintah Indonesia dari tahun 2004-2020. Hasilnya diperoleh beban rata-rata sebesar Rp23 triliun. Berdasarkan keterangan dari Departemen Keuangan RI (Rahmany, 2004b), terdapat beban bunga yang memuncak pada tahun 2008 mendatang sebesar Rp40 triliun. Beban ini harus di-*reprofile* agar

tidak membahayakan keuangan negara. Oleh karena itu, Tim PPE FE UGM mengusulkan untuk merestrukturisasi profil utang dengan memindahkan beban tahun 2008 tersebut ke tahun dimana beban bunga berada di bawah rata-rata beban tahunan. Adapun beban yang harus dipindahkan adalah selisih antara beban tahun 2008 dengan rata-rata beban tahunan, yaitu sebesar Rp16,5 triliun.

Penghitungan yang dilakukan oleh Tim PPE FEUGM menunjukkan bahwa terdapat 3 periode dimana pembayaran beban bunga dan pokok utang berada di bawah rata-rata, yaitu dari tahun 2015-2018. Maka, pada periode inilah sebagian obligasi 2008 tersebut sebaiknya dibebankan. Pembebanan dilakukan dengan membagi sisa *reprofile* tahun 2008 sebesar Rp16,5 triliun tersebut untuk 4 tahun, maka diperoleh hasil tambahan Rp4,13 triliun untuk skedul periode 2015-2019. Dengan melakukan pemindahan ini, maka profil maturitas obligasi pemerintah Indonesia akan menjadi lebih moderat dan mendekati rata-rata. Namun, perlu diingat bahwa *reprofiling* ini dapat menimbulkan beban tingkat bunga yang lebih tinggi karena tenor yang lebih panjang.

## Permasalahan

Sejak krisis moneter menimpa Indonesia tahun 1997, yang akhirnya menjadi krisis multi-dimensi, perekonomian Indonesia belum dapat pulih sepenuhnya. Tanda-tanda pemulihan krisis ekonomi mulai nampak, namun belum menunjukkan sinyal yang sangat prospektif. Krisis tersebut bermula dari krisis moneter di Thailand dan menular ke Indonesia dan negara-negara lain di Asia Timur, termasuk misalnya Malaysia dan Korea. Kedua negara tersebut terakhir telah mampu keluar dari krisis dan kembali menempuh jalur pertumbuhan ekonomi tinggi. Sementara itu, Indonesia masih harus berkuat dengan pertumbuhan ekonomi rendah (yaitu 4,8 persen nilai proyeksi

tahun 2004). Pertumbuhan ekonomi ini lebih rendah dari pertumbuhan ekonomi negara sedang berkembang lain, yaitu diperkirakan sebesar 5,6 persen tahun 2004. Pertumbuhan ekonomi yang rendah tersebut membawa konsekuensi serius pada ketidakmampuan menyerap tingkat pengangguran yang tinggi.

Sebelum krisis menerpa beberapa negara Asia, Indonesia mengalami masa pertumbuhan ekonomi yang tinggi dalam kurun waktu yang panjang (6,8 persen tahun 1985-1994 dan 8,1 persen tahun 1995-1996) dengan defisit APBN yang relatif kecil. Indonesia mengalami tekanan fiskal dan masalah-masalah domestik yang serius karena perubahan yang drastis dalam momentum pembangunan ekonomi, dari *high phase* menjadi *low phase*. Selama masa pertumbuhan ekonomi rendah, motor pembangunan terletak pada pertumbuhan konsumsi rumah tangga, bukan pada investasi, ekspor, dan pengeluaran pemerintah.

Pada tahun 1996, APBN menunjukkan surplus 1,9 persen dari Produk Domestik Bruto (*Gross Domestic Product/PDB*), utang luar negeri pemerintah sebesar US\$ 55,3 milyar atau sekitar 24 persen dari PDB. Pada saat itu pemerintah belum memiliki utang dalam negeri. Realisasi APBN tahun 1997 Semester I mencatat surplus 1,8 persen dari PDB dan utang pemerintah tidak banyak berubah (Boediono, 2004).

Rasio utang luar negeri pemerintah terhadap PDB sebelum krisis terbilang relatif kecil. Sebagai perbandingan, rasio utang tersebut sedikit lebih rendah dari rata-rata di Asia dan negara sedang berkembang. Angka pencapaian Indonesia pada waktu itu jauh lebih baik daripada Afrika, Asia tanpa Cina dan India, dan negara-negara pengutang parah (*Heavily Indebted Poor Countries*).

Krisis ekonomi membawa ekonomi Indonesia pada ekonomi *stagflasi* (ekonomi riil yang macet dan hiper-inflasi) dan menyebabkan Pemerintah Indonesia terjerat dalam utang yang sangat besar. Utang pemerintah meningkat dengan sangat tajam dari US\$ 55,3 milyar sebelum krisis menjadi US\$ 134 milyar (83

persen PDB) di awal tahun 2000. Kondisi utang yang parah tersebut disebabkan karena tiga kebijakan utama yang dilakukan pada waktu itu, yaitu BLBI, Kebijakan Penjaminan Bank, dan Kebijakan Rekapitulasi Perbankan. Pemerintah dihadapkan pada kenyataan, bahwa dari semula memiliki tingkat utang pemerintah yang rendah menjadi tinggi, dan dari semula tidak memiliki utang dalam negeri menjadi memiliki utang dan jumlahnya besar sekali (Rp 643 trilyun). Konsekuensi dari utang yang tiba-tiba tersebut adalah kemampuan APBN sebagai stimulus fiskal semakin lemah karena besarnya beban pos-pos pengeluaran yang merupakan kewajiban dan komitmen yang harus dijalankan (termasuk komitmen membayar pokok dan bunga pinjaman). Hal ini menyebabkan kebijakan fiskal berubah peran dari stimulus fiskal menjadi kesinambungan fiskal (Rahmany, 2004a). Dengan berubahnya peran tersebut, peran pemerintah sebagai agen pembangunan melalui *capital expenditures* menjadi semakin lemah. Namun, peran kesinambungan fiskal ini pun tidak mudah. Jika APBN tidak dikelola dengan hati-hati, maka kemungkinan gagal bayar mungkin terjadi.

Mayoritas utang Indonesia adalah utang jangka menengah. Perbandingan data internasional menunjukkan, bahwa mayoritas utang di negara sedang berkembang adalah utang jangka panjang. Selain itu, mayoritas utang berasal dari pinjaman resmi (*official*) dan bank. Dornbusch (1993) mencatat bahwa dalam hal pinjaman luar negeri, kebanyakan kreditur tidak dalam posisi meng-amortisasi utang, karena itu perbedaan utang dalam jangka pendek-menengah-panjang menjadi tidak relevan. Namun, pendapat Dornbusch (1993) tidak seluruhnya benar untuk kasus Indonesia, karena utang tidak otomatis bisa *roll-over*. Karena itu, usaha serius untuk *reprofiling* utang perlu dilakukan. *Reprofiling* akan berhasil jika kredibilitas pemerintah dinilai baik oleh pelaku pasar. Pemerintah bekerja sama dengan DPR telah mengeluarkan Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan

Negara. Pemerintah juga telah mengeluarkan PP Nomor 23 Tahun tentang “Pengendalian Jumlah Kumulatif Defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara, dan Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah, Serta Jumlah Kumulatif Pinjaman Pemerintah Pusat Dan Pemerintah Daerah”. Undang-undang dan PP tersebut diantaranya mengatur bahwa besarnya defisit dari *General Governments* maksimal 3 persen dari PDB dan besarnya rasio utang dari *General Governments* terhadap PDB maksimal 60 persen.

Obligasi merupakan salah satu alternatif pembiayaan defisit negara. Penerbitan obligasi ditujukan untuk menutup pendanaan yang tidak dapat dipenuhi oleh penerimaan dari pajak. Dalam menerbitkan obligasi, pemerintah dihadapkan pada persoalan pembentukan pasar obligasi yang likuid, efisien dan *sustainable*. Ada beberapa tujuan dibentuknya pasar obligasi pemerintah. Pertama, Sebagai sumber pembiayaan defisit negara. Kedua, menciptakan stabilisasi neraca pembayaran melalui adanya *capital inflow*. Ketiga, memindahkan risiko anggaran negara ke arah maturitas yang lebih panjang. Keempat, meminimalkan risiko pembiayaan negara melalui distribusi obligasi pemerintah ke beberapa pemegang.

Dalam rangka mendapatkan solusi alternatif pinjaman luar negeri yang optimal bagi pembiayaan fiskal, perlu dilakukan serangkaian penelitian untuk menemukan kebijakan manajemen utang dalam dan luar negeri yang tepat bagi pemerintah Indonesia. Hal ini mencakup pilihan kebijakan pembiayaan yang ada, pinjaman yang optimal dan efisien, serta kajian terhadap kesinambungan fiskal. Dalam kaitan ini, fiskal dikatakan *sustainable* jika beban pinjaman yang dilakukan tidak mengganggu kestabilan anggaran pembiayaan negara.

## Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah melakukan kajian atau penelitian secara mendalam dan hati-hati terhadap manajemen utang luar negeri dan dalam negeri pemerintah dan *assessment* terhadap *optimal borrowing*. Pertanyaan penelitian yang diajukan adalah: (i) Bagaimana solusi untuk mengoptimalkan *trade-off* antara efisiensi biaya dan resiko untuk utang komersial? (ii) Bagaimana solusi optimal porto folio utang komersial dan *official debts*?

## Metodologi Penelitian

Untuk menemukan formula optimal pembiayaan (*alternative financing*) APBN yang mencakup pembiayaan dalam dan luar negeri, studi ini menggunakan model *Fiscal Policy Reaction Functions* dan melakukan simulasi untuk mengetahui besarnya keseimbangan primer bagi Indonesia. Namun, sebelum estimasi *Fiscal Policy Reaction Functions* dan simulasi dilakukan, diestimasi terlebih dahulu besarnya *Natural Debt Limit* (NDL) untuk Indonesia.

NDL merupakan batas yang dikendaki oleh pemerintah dimana pengeluaran ditekan pada tingkat yang minimum dan tidak menciptakan utang melebihi batas yang dapat dibayar. Mendoza dan Oviedo (2004) mendefinisikan *Natural Debt Limit* (NDL) sebagai nilai anuitas dari keseimbangan fiskal atau *Primary Balance* (PB) pada saat terjadi krisis fiskal. Krisis fiskal sendiri didefinisikan sebagai keadaan setelah adanya guncangan penerimaan pemerintah. Pengeluaran pemerintah tersebut disesuaikan pada tingkat minimum pada periode yang panjang.

Selanjutnya model *Fiscal Policy Reaction Function* digunakan untuk mengevaluasi formula optimal pembiayaan APBN. Model

*Fiscal Policy Reaction Function* menggunakan variabel dependen *primary balance* dan *first difference* rasio utang terhadap PDB. Model tersebut diestimasi dengan data runtut waktu dan data panel.

Metode yang digunakan dalam simulasi keseimbangan primer dan utang Indonesia ini sama dengan metode yang digunakan oleh Bank Dunia (2002). Namun kemudian dilakukan perubahan untuk beberapa asumsi agar hasil simulasi ini lebih dekat dengan kondisi ekonomi Indonesia saat ini. Simulasi ini ditujukan untuk mengetahui seberapa besar penurunan rasio utang terhadap PDB yang terjadi melalui berbagai asumsi keadaan fiskal dan makroekonomi Indonesia yang mungkin dicapai. Dalam simulasi ini, dilakukan prediksi untuk rasio keseimbangan primer terhadap PDB dan rasio utang terhadap PDB dari tahun 2004 sampai dengan 2010. Rasio utang terhadap PDB yang menjadi dasar simulasi adalah rasio tahun 2004.

Selanjutnya untuk mengidentifikasi efisiensi kebijakan pembiayaan financing APBN yang ada, studi ini melakukan tiga hal. Pertama, melakukan wawancara terfokus dan mendalam (*in-depth interview*). Fokus topik yang ditanyakan adalah evaluasi efisiensi kebijakan pembiayaan APBN dan kebijakan utang. Kedua, dilakukan analisis data kuantitatif biaya pinjaman dan portofolio utang yang optimal. Data yang digunakan dalam analisis efisiensi dan portofolio utang diperoleh dari Departemen Keuangan dan *Bloomberg Online*. Ketiga, analisis deskriptif *country risk* dan biaya kondisional biaya pinjaman luar negeri. Analisis *country risk* Indonesia dilakukan untuk mengetahui persepsi Internasional terhadap risiko untuk melakukan investasi di Indonesia. Analisis biaya kondisionalitas dilakukan dengan cara mengamati pengalaman empiris beberapa negara, termasuk Indonesia, dalam memperoleh pinjaman dari kreditur asing.

*Reprofiling* dalam konteks manajemen utang merupakan upaya memindahkan beban utang yang terkonsentrasi pada satu periode tertentu dengan cara memperpanjang periode maturitas.

Konsekuensi yang dihadapi pemerintah adalah suku bunga kupon akan naik, kepercayaan pasar dapat turun dan beban pembiayaan memanjang. Namun keuntungannya adalah risiko *default* dapat dihindarkan sehingga kredibilitas pemerintah dapat terjaga. Sasaran *reprofiling* adalah membuat profil dan skedul pembayaran beban utang obligasi pemerintah menjadi lebih moderat.

Dalam melakukan studi tentang *reprofiling* utang pemerintah Indonesia, studi ini menggunakan data pembayaran bunga, pokok pinjaman dan maturitas tahunan dari tahun 2004-2020. Dari observasi yang dilakukan kemudian dapat diidentifikasi profil maturitas obligasi pemerintah Indonesia. Selain itu dikumpulkan juga berbagai keterangan dari staf (melalui wawancara) dan publikasi Departemen Keuangan RI perihal maturitas utang Indonesia jangka menengah. Data yang digunakan dalam studi manajemen utang ini diperoleh dari *International Financial Statistics* (IFS), *Government Financial Statistics* (GFS), *Global Development Finance*, *Key Indicator Asian Development Bank 2004*, *OECD Outlook 2004*, Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI), Departemen Keuangan dan *Bloomberg Online*. Data-data yang dikumpulkan adalah data untuk *Central Government* dengan pendekatan *Cash Basis*. Tim PPE FE UGM melakukan perbandingan data-data yang telah dikumpulkan. Untuk Indonesia data yang dikumpulkan diusahakan dalam seri yang sepanjang mungkin.

## Hasil Penelitian

Studi ini pertama-tama melakukan simulasi untuk mengetahui tingkat NDL untuk Indonesia. Dalam simulasi yang telah dilakukan tersebut, ada 3 asumsi yang diterapkan, yaitu (1) simulasi apabila utang Pemerintah semuanya merupakan utang dalam negeri (dengan menggunakan biaya utang dalam negeri),

(2) simulasi apabila utang pemerintah semuanya merupakan utang luar negeri (dengan menggunakan biaya utang luar negeri) dan (3) simulasi apabila utang pemerintah berupa utang dalam negeri dan utang luar negeri. Untuk skenario apabila semua utang pemerintah merupakan utang dalam negeri, maka tingkat NDL Indonesia berkisar antara 672,46 persen (dengan asumsi pertumbuhan ekonomi 5,5 persen) dan 389,91 persen (dengan asumsi tingkat pertumbuhan ekonomi 6 persen). Apabila semua utang pemerintah merupakan utang luar negeri, maka NDL Indonesia berkisar antara 70,62 persen (dengan asumsi laju pertumbuhan ekonomi 5 persen) dan 61,29 persen (dengan asumsi laju pertumbuhan ekonomi 6 persen). Sedangkan apabila utang pemerintah berjenis utang dalam negeri dan utang luar negeri, maka NDL Indonesia berkisar antara 773,33 persen (pertumbuhan ekonomi 5 persen) dan 290,00 persen (dengan tingkat pertumbuhan ekonomi 6 persen). Dari berbagai simulasi yang dilakukan dapat disimpulkan bahwa posisi utang Indonesia cukup aman dari resiko gagal bayar mengingat rasio utang Indonesia terhadap PDB saat ini adalah 52,20 persen (dengan asumsi tahun dasar PDB 2000).

Setelah dapat diketahui tingkat NDL untuk Indonesia, dalam manajemen utang perlu juga diketahui kesinambungan fiskal, yang diukur dengan dua variabel yang menjadi indikator dalam kesinambungan utang, yaitu rasio keseimbangan primer terhadap PDB dan rasio utang terhadap PDB. Dalam estimasi dua indikator ini, selain untuk Indonesia, Tim PPE FE UGM juga melakukan estimasi untuk berbagai kelompok negara. Kelompok negara yang diestimasi adalah negara-negara anggota OECD, negara-negara HIPC, negara-negara *Emerging Market*, negara-negara di kawasan Asia, dan negara-negara anggota ASEAN.

Dari hasil estimasi kesinambungan rasio keseimbangan primer terhadap PDB (Tabel 1), dapat diketahui bahwa Indonesia memiliki perilaku yang mirip dengan negara-negara anggota

OECD, baik untuk semua negara maupun hanya negara-negara OECD yang tergolong negara maju. Pada saat rasio utang terhadap PDB ( $D_{t-1}$ ) Indonesia mengalami peningkatan, maka rasio keseimbangan primer terhadap PDB pun akan meningkat. Hal yang membedakan antara Indonesia dan OECD adalah koefisien reaksi keseimbangan primer ( $PB_t$ ) terhadap *lag* rasio utang terhadap PDB ( $D_{t-1}$ ) Indonesia yang lebih besar dibandingkan dengan koefisien reaksi untuk negara-negara OECD. Koefisien yang lebih tinggi ini menunjukkan bahwa apabila ada kenaikan rasio utang ( $D_{t-1}$ ), maka besarnya kenaikan rasio keseimbangan primer ( $PB$ ) *lag* untuk Indonesia akan lebih tinggi dibandingkan dengan kenaikan rasio keseimbangan primer negara-negara OECD.

Sedangkan hasil dari estimasi dengan menggunakan *first difference* rasio utang terhadap PDB ( $\Delta D_t$ ) sebagai variabel dependen menunjukkan bahwa rasio utang terhadap PDB Indonesia stasioner apabila dalam estimasinya memasukan variabel inflasi. Hasil untuk Indonesia ini mirip dengan hasil estimasi terhadap negara-negara OECD.

**Tabel 1**  
**Rangkuman Hasil Estimasi**  
**Kesinambungan Rasio Keseimbangan Primer terhadap PDB**

Kelompok Negara	Koefisien $D_{t-1}$	t-statistik	Prob.	Besaran Makro Lain yang Signifikan
Semua Negara OECD	0.2096	5.3817	0.0000	pertumbuhan ekonomi dan <i>output gap</i>
Negara OECD Maju	0.2117	4.9562	0.0000	pertumbuhan ekonomi dan <i>output gap</i>
HIPC	-1.4768	-5.5244	0.0000	pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan <i>output gap</i>
ASEAN	0.0145	1.0716	0.2903	Inflasi dan <i>output gap</i>
Indonesia	0.2437	3.2643	0.0030	-

Sumber: IMF (2003), Fabozzi, et. All (1995,1996), dan estimasi LP2E UGM (2004)

Dari hasil estimasi tersebut dapat pula dilihat bahwa rasio keseimbangan primer merupakan variabel yang juga dipengaruhi oleh variabel-variabel makroekonomi lainnya. Pada negara-negara OECD, selain dipengaruhi oleh rasio utang terhadap PDB, rasio keseimbangan primer terhadap PDB juga dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi dan *output gap*. Sedangkan untuk Indonesia, keseimbangan primer hanya merupakan fungsi dari rasio utang terhadap PDB.

Saat ini pemerintah menetapkan nilai rasio keseimbangan primer sebesar 2 persen dari PDB. Namun rasio ini tidak reaktif terhadap perubahan-perubahan variabel makroekonomi lainnya. Di masa depan diharapkan agar rasio ini lebih dapat reaktif terhadap berbagai variabel makroekonomi. Sebagai contoh, pada saat ekonomi *booming*, keseimbangan primer dapat ditingkatkan. Namun pada saat pertumbuhan rendah, keseimbangan primer

perlu dikurangi. Pengurangan ini dimaksudkan untuk memberi ruang kepada pemerintah agar dapat melakukan kebijakan yang lebih ekspansif, untuk mengkompensasi pertumbuhan ekonomi rendah.

Studi ini juga melakukan simulasi untuk berbagai rasio keseimbangan utang terhadap PDB dan rasio utang terhadap PDB, untuk prediksi tahun 2004-2010. Pada simulasi ini diasumsikan bahwa besarnya penurunan rasio total utang terhadap PDB dipengaruhi oleh suku bunga rata-rata yang dibayarkan untuk utang pemerintah, pertumbuhan PDB riil, keseimbangan primer, penerimaan pemerintah dari penjualan aset serta tambahan kenaikan utang dari *off-budget losses*.

Beberapa variabel diasumsikan tetap untuk beberapa tahun, seperti *off-budget losses* dan suku bunga rata-rata yang dibayarkan untuk utang pemerintah. Sedangkan penerimaan pemerintah dari penjualan aset diperkirakan akan mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Pada simulasi tersebut pertumbuhan PDB riil dan keseimbangan primer menjadi faktor utama dalam penurunan rasio utang terhadap PDB.

Semakin besar keseimbangan primer yang disediakan oleh pemerintah, maka akan semakin besar penurunan rasio utang terhadap PDB. Demikian pula apabila pertumbuhan PDB Indonesia juga mengalami peningkatan, maka semakin turun besarnya rasio utang, misalnya pada tahun 2008 ketika pertumbuhan PDB riil diasumsikan meningkat dari 5,5 persen menjadi 6 persen. Di samping kedua variabel makroekonomi tersebut, inflasi juga mempengaruhi besarnya rasio penurunan utang terhadap PDB. Besarnya inflasi tersebut akan mempengaruhi besarnya PDB riil dan besarnya suku bunga riil yang dibayarkan untuk utang pemerintah. Dalam hal karakteristik obligasi, suku bunga yang tinggi dapat menarik investor untuk membeli obligasi pemerintah. Akan tetapi dengan penetapan

bunga yang tinggi justru akan memperkecil penurunan rasio utang terhadap PDB. Di samping suku bunga, *off-budget loss* yang terlalu besar juga akan menghambat penurunan rasio utang terhadap PDB.

Dengan mengasumsikan bahwa rasio utang terhadap PDB Indonesia berdasarkan pada perhitungan PDB baru dengan tahun dasar 2000, maka dengan menyediakan keseimbangan primer sebesar 2 persen, Indonesia akan mencapai rasio utang sebesar 35,26 persen pada tahun 2010. Bahkan dengan rasio keseimbangan primer sebesar 1,5 persen, target rasio total utang terhadap PDB sebesar 40 persen akan dapat tercapai pada tahun 2010.

Namun hasil simulasi dengan memisahkan antara utang luar negeri dan utang dalam negeri menunjukkan bahwa rasio utang luar negeri terhadap PDB yang ideal untuk menghindari krisis utang luar negeri, yaitu sebesar 15-20 persen seperti yang disarankan oleh Reinhart, Rogoff dan Savastano (2003) tidak dapat dicapai. Rasio ini tidak dapat dicapai walaupun dalam simulasi ditetapkan rasio keseimbangan primer terhadap PDB sebesar 2 persen. Oleh karena itu, Indonesia perlu untuk mengubah sebagian utang luar negerinya menjadi utang dalam negeri, agar rasio total utang luar negeri terhadap PDB dapat mencapai 15-20 persen. Sehingga diharapkan agar struktur utang Indonesia merupakan utang yang berkesinambungan. Saran Reinhart, Rogoff dan Savastano (2003) berimplikasi bahwa pengendalian utang luar negeri tidak hanya untuk utang luar negeri pemerintah, tetapi juga untuk utang luar negeri swasta. Hal ini dikarenakan kegagalan utang luar negeri swasta pada akhirnya juga akan menjadi beban bagi pemerintah.

## Daftar Pustaka

- Bank Dunia, (2000<sub>a</sub>), "Indonesia: Public Spending in a Time of Change" The World Bank East Asia and Pacific Region, The World Bank Office Jakarta, JSX Building, Jakarta.
- Bloomberg, (2003 & 2004), akses internet ke [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) salah satu penyedia dan pengelola informasi pasar uang & modal internasional, USA.
- Boediono, (2004), "Kebijakan Fiskal: Sekarang dan Selanjutnya," dalam Heru Subiyantoro dan Singgih Riphath (Editor). *Kebijakan Fiskal: Pemikiran, Konsep, dan Implementasi*, Kompas.
- Chamberlin, E., (1933), "The Theory of Monopolistic Competition," Harvard University Press, Cambridge, Massachuset, USA
- Citi Group, (2003), Memo Internal, tidak dipublikasikan. The Citi Group adalah salah satu penasehat pemerintah RI (The Advisory Group) dalam penerbitan obligasi negara global.
- Danar, Agus, dan Heru Subiyantoro, (2003), "Pengaruh Sistem Perpajakan terhadap Keputusan Investasi Proyek Panas Bumi," *Jurnal Keuangan dan Moneter*, Vol.6, No.2, Desember 2003, Pusat Statistik dan Penelitian Keuangan, Badan Analisa Fiskal Departemen Keuangan RI, Jakarta.
- Dennis, B.,( 2004), "*Debt Management Recommendations for the Medium Term*," BIDE/GIAT - USAID, laporan hasil penelitian dan tidak dipublikasikan
- Dornbusch, Rudiger. 1993. *Stabilization, Debt, and Reform*. Harvester Wheatsheaf.

- Fabozzi, Frank J., dan Franco Modigliani, (1996), "Capital Markets," edisi kedua, Prentice-Hall Internasional, Inc., USA.
- Fabozzi, Frank J., dan T. Dessa Fabozzi, (1995), "The Handbook of Fixed Income Securities," edisi keempat, Irwin Professional Publishing, USA.
- International Debt Issuance Workshop, (2003), Workshop obligasi internasional, yang diselenggarakan oleh Pusat Manajemen Oblihasi Negara (PMON), Dep. Keuangan RI bekerjasama dengan Nomura Research Institute, Japan, dan Allen & Overy, Japan, Hotel Borobudur, Jakarta, December 22, 2003
- International Monetary Fund (IMF). 2003. *World Economic Outlook: Public Debt in Emerging Market*.
- Johnston, J., (1984), "Econometric Methods," edisi ketiga, McGraw-Hill Book Company, USA (Amerika Serikat).
- Mansfield, Edwin, (1985), "Microeconomics: Theory and Applications," edisi kelima, W.W. Norton Company, New York dan London.
- Mendoza, Enrique dan P. Marcelo Oviedo, (1992) "Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brazil, Columbia, Costa Rica and Mexico". *NBER Working Paper Series No 10637*. Cambridge, MA, USA
- Mishkin, Frederic S., (1989), "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets," edisi kedua, Scott, Foresman Company, Illinois, Boston, and London
- Newbold, Paul, (1988), "Statistics for Business and Economics," edisi kedua, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 07632, USA.

- Nicholson, Walter, (1985), "Microeconomic Theory: Basic Principles and Extension," edisi ketiga, CBS College Publishing, USA.
- Pindyck, Roberts, dan Rubinfeld, Daniel, L., (1981), "Econometric & Models Economic Forecasts," edisi kedua, McGraw-Hill Book Company, USA.
- Rahmany, A. Fuad. 2004a. "Ketahanan Fiskal dan Manajemen Utang dalam Negeri Pemerintah," dalam Heru Subiyantoro dan Singgih Riphath (Editor). *Kebijakan Fiskal: Pemikiran, Konsep, dan Implementasi*. Kompas.
- Rahmany, A. Fuad. 2004b. "Profil Surat Utang Negara dan Kebijakan Pengelolaan (material tidak dipublikasikan)". Departemen Keuangan RI.
- Reily, Frank K. dan Brown, Keith C., (1998), "Investment Analysis and Portfolio Management," edisi keenam, Blackwell Publisher, Cambridge, Mass., USA
- Reinhart, C. M., Rogoff, K dan Savastano, M., (2003)," Debt Intolerance". *NBER Working Paper w9908*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA, USA
- Ruffin, Roy J., (1988), "Modern Price Theory," edisi pertama, Scott, Foresman and Company, USA.
- Solnik, B.H., (1974), "Why not Diversify Internationally Rather than Domestically?" *Financial Analysts Journal* (July - August 1974), hal., 48 - 54.
- Supranto, J., (1987), "Statistik: Teori dan Aplikasi," jilid 1, edisi kelima, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Ulfa, Almizan, (2003), "Indonesia Satu dan Stabilitas Kurs Rupiah: Analisis Stabilitas Exchange Rates Indonesia Pasca Krisis 1997," *Jurnal Keuangan dan Moneter*, Vol.6, No.2, Desember

2003, Pusat Statistik dan Penelitian Keuangan, Badan Analisa Fiskal Departemen Keuangan RI, Jakarta.

Ulfa, Almizan, dan Anggito Abimanyu, (2003), "Golden Rule dan Sustainable Investment Rule Manajemen Fiskal Indonesia: Perspektif Jangka Menengah dan Panjang," *Jurnal Keuangan Publik*, Vol.1, No.1, September 2003, Badan Pendidikan dan Pelatihan Keuangan (BPPK), Departemen Keuangan RI, Jakarta.

Varian, Hal R., (1984), "Microeconomic Analysis," edisi kedua, W.W. Norton Company, New York dan London.

Wagner, W.H., dan Lau, S.C., (1971), "The Effect of Diversification on Risk," *Financial Analysts Journal*, 27 (November-December 1971), hala. 48 - 53.

Weston, J. Fred, dan Copeland, Thomas E., (1992), "Managerial Finance," edisi kesembilan, The Dryden Press, A Harcourt Brace Jovanovic College Publisher, USA, Canada, Tokyo, etc.

..... (2000<sub>b</sub>). "Indonesia: Managing Government Debt and its Risks" The World Bank East Asia and Pacific Region, The World Bank Office Jakarta, JSX Building, Jakarta