

# KETANGGUHAN APBN DALAM PEMBAYARAN UTANG

*Haryo Kuncoro*<sup>1</sup>

## Abstract

*This paper is designed to analyze the sustainability of the central government budget in the case of Indonesia over the period of 1999-2009. First, we explore the theoretical background of the fiscal sustainability. Second, we develop a model to capture some factors determining the fiscal sustainability. Unlike the previous studies, we use both domestic debt and foreign debt to assess the fiscal solvency. Finally, we estimate it empirically.*

*Based on the quarterly data analysis, we concluded that the government budget is unsustainable. This is associated with domestic debt rather than foreign debt. They imply that the central government should manage the debts carefully including re-profile, re-schedule, and re-structure them in order to spread the excess burden in the future. Also, the fiscal risks should be calculated comprehensively in order to maintain solvency.*

*Key words: Domestic debt, Foreign debt, Fiscal sustainability, Primary balance*

*JEL Classification: E62, H63*

---

<sup>1</sup> Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta (har\_kun@feunj.ac.id)

## I. PENDAHULUAN

Ketangguhan fiskal (*fiscal sustainability*) sedang menjadi topik diskusi yang intensif di kalangan ekonomi makro baik di negara maju maupun negara berkembang. Pembahasan semakin kencang terutama sejak krisis ekonomi yang terjadi tahun 1997 dan berulang lagi tahun 2008. Krisis ekonomi ditandai dengan meningkatnya belanja pemerintah terutama untuk penanggulangan dampak krisis. Di sisi lain, penerimaan pemerintah mengalami penurunan yang sangat drastis.

Keadaan di atas juga dihadapi Indonesia. Krisis ekonomi telah membuat pemerintah Indonesia terbelit utang yang berat untuk menutup defisit APBN. Utang pemerintah telah bertambah menjadi tiga sampai empat kali lipat dari kondisi sebelum krisis, dan hampir tiga perempat dari pertambahan ini merupakan utang dalam negeri yang harus dibayar untuk restrukturisasi perbankan (Boediono, 2009).

Kewajiban-kewajiban penutupan utang (bunga dan amortisasi) akan melebihi 40 persen dari penerimaan pemerintah selama beberapa tahun, sedangkan kebutuhan pembiayaan baru (baik dari luar maupun dalam negeri) di tahun-tahun mendatang masih tetap dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan pengeluaran. Hal ini akan sangat membatasi ruang gerak fiskal (*fiscal space*) pada masa pemerintahan sekarang ini, sehingga telah menggeser permasalahan dari stimulus fiskal menjadi sustainabilitas fiskal (Rahmany, 2004).

Secara konseptual, APBN dikatakan berkesinambungan apabila ia memiliki kemampuan untuk membiayai seluruh belanjanya selama jangka waktu yang tidak terbatas (Langenus, 2006; Yeyati dan Sturzenegger, 2007). Konsekuensinya, kesinambungan fiskal harus mampu pula memperhitungkan risiko fiskal. Risiko fiskal muncul tatkala terjadi kewajiban langsung (*direct liabilities*) yang dapat diperkirakan sebelumnya dan kewajiban kontingensi (*contingent liabilities*) akibat suatu peristiwa di luar kendali (Brix dan Mody, 2002).

Lebih lanjut, isu mengenai risiko fiskal ini merupakan bagian integral dari pembahasan mengenai kemampuan bayar utang (*solvency*) dalam jangka panjang. Ketidakmampuan menyeimbangkan melonjaknya beban pengeluaran dengan peningkatan penerimaan jelas sangat membahayakan kemampuan anggaran negara dalam membayar utang. Untuk menjaga solvensi fiskal, keuangan negara harus surplus (Chalk dan Hemming, 2000).

Problem utama kelangsungan APBN adalah masih adanya defisit anggaran. Persoalannya adalah bagaimana dapat menjaga defisit anggaran pada tingkat yang aman sehingga defisit tersebut masih dapat dicarikan pembiayaannya. Penjelasan Pasal 12 ayat 3 Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara menyebutkan bahwa defisit anggaran dibatasi maksimal sebesar 3 persen dan utang maksimal 60 persen dari produk domestik bruto (PDB).

Terjadinya risiko fiskal yang tidak diantisipasi dengan baik akan membebani anggaran dan mempengaruhi target pertumbuhan ekonomi dengan cakupan dan kedalaman efek yang berbeda antara negara maju dengan negara sedang berkembang. Risiko fiskal yang terjadi pada negara-negara maju akan menimbulkan beban pada anggaran dan berpotensi menghambat pertumbuhan ekonomi.

Pada negara-negara berkembang implikasinya lebih berat. Terjadinya risiko fiskal yang membebani anggaran akan menjalar dengan cepat pada perekonomian secara keseluruhan, mendorong pelarian modal (*capital outflow*), dan bahkan mengubah arah pertumbuhan ekonomi. Lebih jauh, pada negara-negara berkembang dengan kelembagaan ekonomi yang masih lemah, ekspektasi terjadinya risiko fiskal akan mempengaruhi perilaku agen-agen ekonomi sehingga berpotensi menghambat pertumbuhan ekonomi kendati risiko fiskal tersebut belum terjadi sesungguhnya (Barnhill dan Kopits, 2003).

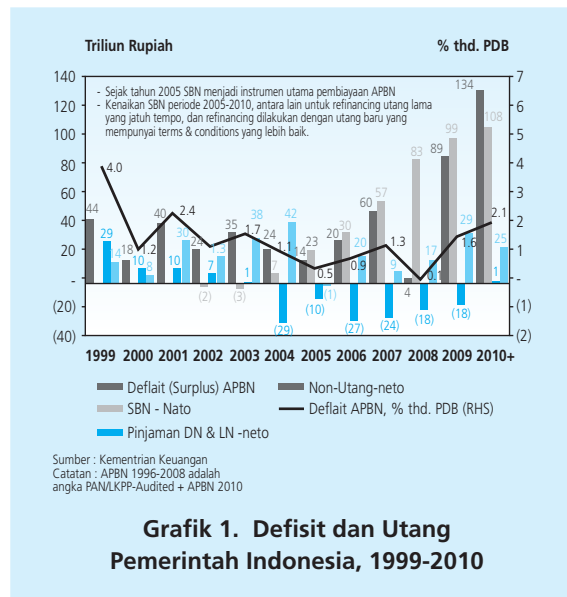
Paper ini berupaya mengkaji ketangguhan fiskal dengan kasus Indonesia. Untuk sampai pada target tersebut, pada awalnya profil utang pemerintah akan diamati. Berikutnya, tinjauan konseptual ketangguhan fiskal akan diulas beserta studi-studi yang pernah dilakukan sebelumnya. Metode penelitian diantarkan pada bagian keempat. Hasil estimasi empirik ditampilkan pada bahasan di bawahnya. Akhirnya, paper ini akan ditutup dengan beberapa catatan.

## II. PROFIL UTANG INDONESIA

Utang merupakan bagian integral dari kebijakan fiskal dalam kerangka kebijakan pengelolaan ekonomi secara keseluruhan. Utang menjadi konsekuensi dari postur APBN yang mengalami defisit.

Konfigurasi antara defisit dan utang (dari dalam dan luar negeri) dapat diamati pada Grafik 1. Selain untuk menutup defisit, utang juga dipergunakan untuk membayar kembali utang yang jatuh tempo (*debt refinancing*).

Jumlah nominal utang Indonesia yang besar berakumulasi dari warisan rejim pemerintahan sebelumnya. Jika ditilik ke belakang, sejak rezim Orde Lama, Indonesia telah menggunakan pinjaman luar negeri untuk membiayai pembangunan. Utang luar negeri digunakan selama periode pertama tahun 1966 untuk merekonstruksi ekonomi setelah gejolak politik. Setelah itu, rezim Orde Baru memiliki negara donatur tetap yang tergabung dalam IGGI (*Intergovernmental Group on Indonesia*). Setiap tahun, IGGI menyediakan dana (dari ADB, Bank Dunia, IMF, UNDP, dan beberapa negara maju besar) untuk membiayai belanja pembangunan dirancang dalam anggaran negara.



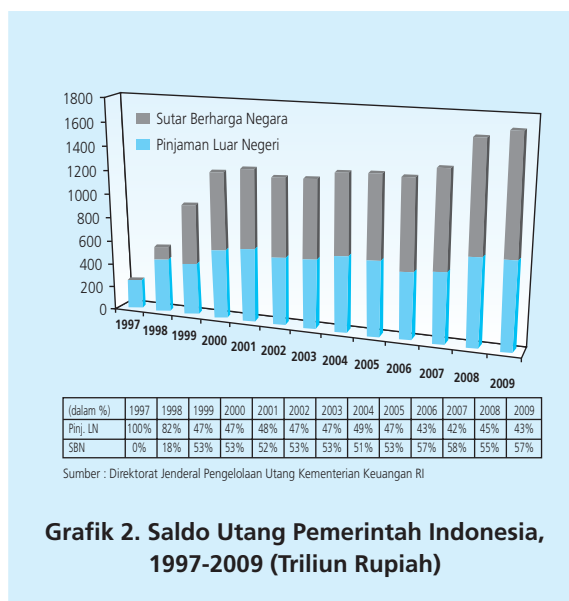
Selama *boom* minyak di tahun 1970-an utang luar negeri meningkat pesat untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Harga minyak tinggi diikuti oleh utang yang tinggi pula. Sebagai salah satu negara pengekspor minyak (pada waktu itu), Indonesia memiliki *windfall profit* sebagai semacam “jaminan” untuk memperoleh pinjaman baru dari negara-negara kreditor (Kuncoro, 1997). Utang luar negeri dan pendapatan minyak yang tinggi telah berhasil meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Pada periode itu, tingkat pertumbuhan ekonomi mencatat rekor tertinggi, pada rata-rata 20 persen setahun.

Anehnya, ketika harga minyak menurun pada paruh pertama tahun 1980-an tetap saja utang bertambah. Resesi ekonomi dunia dan proteksi perdagangan yang diberlakukan oleh sebagian besar negara mitra dagang adalah penyebab utama. Persentase utang luar negeri total terhadap PDB meningkat dari 26,8 persen pada tahun 1980 menjadi 53,6 persen pada tahun 1986.

Pada akhir 1980-an dan selama *boom* ekonomi pada pertengahan 1990-an, utang luar negeri jangka panjang yang dilakukan oleh perusahaan milik negara khususnya dan swasta. Utang pemerintah meningkat karena PERTAMINA sebagian besar diperluas. BULOG mengambil utang luar negeri untuk mewujudkan ketahanan pangan sendiri. Akibatnya, rasio pengembalian utang terhadap ekspor pada akhir 1980-an, naik menjadi rata-rata 40 persen. Pada tahun 1992, IGGI dibubarkan dan diganti menjadi CGI (*Consultative Group on Indonesia*).

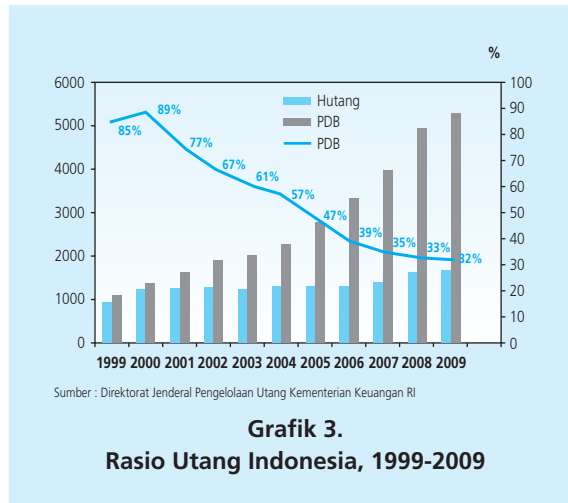
Ketika krisis keuangan Asia pada pertengahan 1997, utang luar negeri meningkat secara signifikan dari lebih dari USD 136 milyar pada tahun 1997 menjadi lebih dari Rp 151 miliar pada tahun 1998, terutama disebabkan oleh depresiasi Rupiah. Ketika itu, pemerintah Indonesia mengalami penurunan penerimaan dan, di sisi lain, peningkatan belanja pemerintah untuk menanggulangi dampak sosial-ekonomi yang ditimbulkan dari krisis.

Dalam era reformasi, pemerintah dan DPR membuat keputusan politik yaitu defisit harus dibiayai oleh sumber keuangan domestik. Oleh karena itu, CGI dibubarkan pada tahun 2007. Akibatnya, jumlah stok utang dalam negeri (Surat Berharga Negara) telah melejit hingga sepuluh kali (100 triliun pada tahun 1998 menjadi hampir 1,000 triliun pada tahun 2009). Hanya dalam satu dekade, utang domestik telah lebih tinggi dari utang luar negeri (Gambar 2). Akibatnya, bunga utang publik juga meroket. Pembayaran bunga utang dalam negeri pun dua kali lipat lebih besar daripada utang luar negeri.



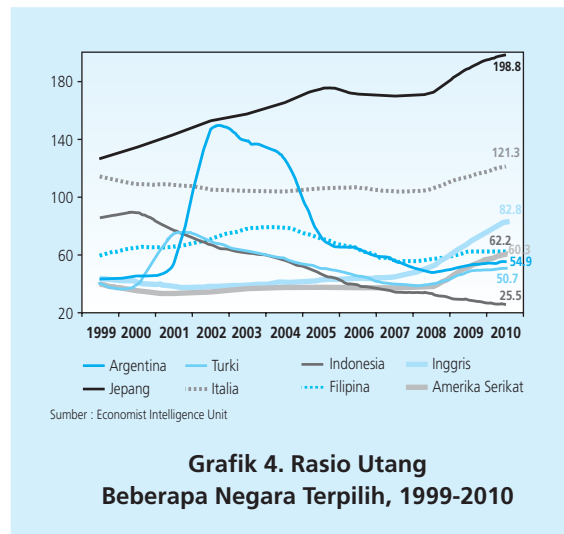
Sebagian besar utang pemerintah jatuh tempo pada awal tahun 2000. Konsekuensinya, pembayaran suku bunga dan amortisasi menelan porsi sekitar 40 persen dari total pengeluaran APBN. Pengeluaran penting lainnya adalah pendidikan (20 persen) subsidi untuk pupuk dan energi (15 persen) dan transfer ke pemerintah daerah (26 persen). Komposisi pengeluaran di atas, tentu saja, sangat terbatas pada ruang gerak fiskal.

Kendati ruang gerak fiskal mengalami penurunan, rasio utang Indonesia telah menunjukkan tren penurunan yang konsisten selama satu dasa warsa terakhir (Grafik 3). Sejalan



dengan pemulihan ekonomi yang terus berlangsung, pendapatan nasional mengalami tren pertumbuhan yang mantab (rata-rata 4,5 persen pertahun). Dengan kondisi ini, pada tahun 2000, misalnya, rasio total utang Indonesia mencapai 89 persen dan menurun hingga 32 persen pada tahun 2009.

Angka rasio utang tersebut jauh lebih baik daripada negara-negara lain yang mengalami dampak krisis. Diperbandingkan dengan beberapa negara dengan tingkat pendapatan perkapitanya yang relatif sama, seperti Phillipina, Argentina, dan Turki, rasio utang Indonesia juga lebih baik, bahkan dengan negara maju seperti Amerika, Inggris, Itali, dan Jepang (Grafik 4).



### III. TEORI

Peta utang pemerintah di atas menimbulkan kerisauan atas seberapa jauh ketangguhan APBN untuk menanggulangi semua kewajiban yang ditimbulkannya. Secara teoretis, sejauh ini belum ada batasan tentang ketangguhan fiskal yang secara umum dapat diterima. Literatur ekonomi makro mengenalkan tiga pendekatan definisi tentang ketangguhan fiskal. Pendekatan *pertama* berlandaskan pada kaidah akuntansi yang menghubungkan antara kondisi fiskal dan utang:

$$D_{t+1} = (1+r) D_t + (R_t - G_t) \quad (1)$$

Jika defisit (selisih antara penerimaan dan belanja,  $R - G$ ) pada tahun anggaran yang sedang berjalan dibiayai dengan utang sebesar  $D$ , maka besar utang pada periode anggaran berikutnya ( $t+1$ ) akan menjadi sebesar  $D$  itu sendiri ditambah dengan beban tingkat bunganya ( $r$ ).

Suku  $(R - G)$  adalah keseimbangan primer (*primary balance*,  $PB$ ) di luar pembayaran bunga utang. Dengan menata ulang persamaan (III.1) di atas diperoleh

$$D_{t+1} - D_t \equiv \Delta D_t = r D_t - PB_t \quad (2)$$

Dari persamaan (2) di atas dapat disimpulkan beberapa hal:

- Apabila  $PB_t = 0$ , maka utang akan bertambah sebesar bunga atas utang sebelumnya;
- Apabila  $PB_t < 0$ , maka  $\Delta D_t$  positif, yang berarti pokok utang pemerintah terus meningkat;
- Apabila  $PB_t > 0$ , maka  $\Delta D_t$  negatif, yang berarti pokok utang pemerintah terus menurun.

Mengikuti pendekatan akuntansi ini, ketangguhan fiskal dapat dicapai jika tidak ada utang. Kalaupun pemerintah harus berutang, kondisi ketangguhan fiskal masih dapat dipertahankan apabila besaran tambahan utang harus sebanding dengan nilai surplus  $PB$ .

Persamaan (2) jika diungkapkan dalam bentuk relatif terhadap pendapatan nasional ( $PDB$  atau  $Y$ ) akan menjadi

$$\Delta [D/Y]_t = r [D/Y]_{t-1} - [PB/Y]_t \quad (3a)$$

$$\Delta d_t = r d_{t-1} - pb_t \quad (3b)$$

Dalam konteks ini, ketangguhan fiskal terjadi jika posisi keseimbangan fiskal sekarang (dan prospeknya ke depan) tumbuh lebih lambat daripada kenaikan rasio utang terhadap  $PDB$  (Ouanes dan Thakur, 1997).

Definisi pendekatan sustainabilitas fiskal yang *kedua* dijelaskan melalui keterkaitannya dengan solvabilitas. Din (1999) menyatakan solvabilitas fiskal suatu negara sangat tergantung pada aset dan kewajiban negara, yang secara sederhana dapat didefinisikan *net worth = assets - liabilities*. Jika *net worth* menunjukkan nilai negatif maka negara tersebut dalam kondisi insolven.

Mengikuti (3), pembagian terhadap PDB membawa konsekuensi bahwa pertumbuhan  $Y$  juga harus diperhitungkan. Jika  $Y$  tumbuh sebesar  $g$ , maka penambahan utang akan menjadi

$$\Delta d_t = \frac{r-g}{1+g} d_{t-1} - pb_t \quad (4)$$

Apabila tidak ada penambahan utang baru ( $\Delta d_t = 0$ ), maka

$$pb_t = \frac{r-g}{1+g} d_{t-1} \quad (5)$$

Dari definisi (5) di atas, suatu negara dapat dikatakan sebagai *net debtor* (yang dicerminkan melalui  $d_t > 0$ ) akan menghadapi dua kemungkinan sebagai berikut:

- Jika  $(r-g) > 0$ , maka untuk mencapai solvabilitas fiskal dibutuhkan surplus dalam keseimbangan primer sejumlah nilai  $pb$ .
- Jika  $(r-g) < 0$ , meskipun suatu negara sudah memiliki stok pinjaman sejumlah  $d_t$ , masih dimungkinkan memiliki defisit anggaran (diukur dalam keseimbangan primer) tanpa membahayakan solvabilitas fiskal asal defisit tersebut tidak melebihi nilai  $pb$ .

Dengan demikian, besarnya pinjaman suatu negara, tidak secara langsung dapat menggambarkan kesinambungan fiskal. Suatu negara yang memiliki tingkat pinjaman rendah namun masih tetap menghadapi masalah solvabilitas fiskal, apabila prospek perekonomian negara tersebut buruk yang dicerminkan  $(r-g) > 0$ . Sebaliknya, suatu negara bisa memiliki tingkat pinjaman yang relatif tinggi tanpa membahayakan solvabilitas fiskal karena memiliki prospek perekonomian yang cerah secara teknis dicerminkan  $(r-g) < 0$ . Namun patut dicatat bahwa hal semacam ini bukan berarti suatu negara dapat memiliki tingkat pinjaman yang terlalu tinggi. Risiko paling berat adalah ketika suku bunga tinggi dan prospek pertumbuhan ekonomi yang rendah.

Definisi pendekatan ketanggihan fiskal yang *ketiga* mengembangkan pendekatan akuntansi dengan mensyaratkan faktor diskonto atas utang. Metode ini dikenal dalam literatur ekonomi sebagai pendekatan kendala nilai sekarang (*present value constraint approach*) atas utang. Inovasi yang dilakukan adalah melakukan iterasi ke depan sampai  $k$  periode terhadap persamaan (1), menjadi sebagai berikut:



$$D_t = \sum \frac{1}{(1+r)^{1+k}} \{ D_{t+1+k} - PB_{t+k} \} \quad (6)$$

Nilai limit untuk waktu yang tak terhingga atas suku pertama pada bentuk di sebelah kanan persamaan (6) akan berakhir (asimtotis) sama dengan nilai nol (*converges to zero*)<sup>2</sup>. Persamaan yang masih tersisa tinggal

$$D_t = - \sum \frac{1}{(1+r)^{1+k}} PB_{t+k} \quad (7)$$

Sebagai catatan nilai minus PB adalah defisit dan nilai plus adalah surplus.

Persamaan di atas disebut juga sebagai kendala pembiayaan pemerintah antarwaktu (*intertemporal government financing constraint*). Persamaan (7) ini menyatakan bahwa jumlah utang pemerintah pada saat tertentu harus sama besar dengan nilai sekarang dari defisit keseimbangan primer di masa mendatang (Cuddington, 1996). Artinya, pertumbuhan utang harus lebih rendah daripada pertumbuhan tingkat bunga (Buiters, 2002). Apabila kondisi tersebut terpenuhi maka kebijakan anggaran dikatakan berkelanjutan.

Ketiga definisi di atas memberikan pemahaman yang sama, yaitu bahwa sustainabilitas fiskal adalah kemampuan fiskal untuk mengimplementasikan berbagai kebijakan dan program pemerintah dengan mempertahankan stabilitas makro ekonomi dengan titik berat memelihara agar rasio utang negara terhadap PDB relatif konstan. Beberapa konsep yang dikemukakan di atas kemudian mengilhami berbagai riset empirik untuk mengkaji ketangguhan fiskal.

Secara umum, riset yang berkembang dapat dikategorikan ke dalam empat perspektif (Arnone, Bandiera, dan Presbitero, 2005), yaitu (1) model optimasi, (2) model non optimasi, (3) model ruang gerak fiskal, dan (4) model efek disinsentif. Model optimasi menelaah sustainabilitas fiskal dengan memberikan penekanan pada biaya pinjaman. Model non optimasi melihat dinamika utang dengan menghubungkannya pada tingkat pertumbuhan bunga pinjaman.

Model (3) mengamati perubahan ruang gerak fiskal akibat beban pengeluaran untuk bunga pinjaman. Pada akhirnya model ini hendak mendeteksi konsekuensi terhadap pertumbuhan ekonomi apabila pemerintah memelihara ruang gerak fiskal guna mempertahankan sustainabilitas fiskal. Lebih mendalam, model (4) meluaskan analisis dampak

---

2 Persamaan yang bersangkutan ketika tidak sama dengan 0 (nol) menunjukkan adanya Ponzi Game. Sebuah istilah yang diambil dari nama pencetusnya, Charles Ponzi (1919) untuk menyatakan utang baru untuk menutup utang lama sedemikian rupa sehingga hasil akhir sebesar nilai tertentu yang tidak sama dengan nol.

depresiasi mata uang, defisit, inflasi, dan ketidakpastian pada sustainabilitas fiskal. Tampak sekilas model (1) merupakan operasionalisasi empiris atas pendekatan akuntansi. Sementara, model (2), (3), dan (4) menjabarkan pendekatan solvabilitas dan pendekatan kendala nilai sekarang.

Hamilton dan Flavin (1986) adalah orang yang pertama kali meneliti kesinambungan fiskal. Dalam kerangka model optimasi, pertanyaan yang diajukannya adalah apakah defisit yang berlangsung terus-menerus masih tetap dalam kendali sustainabilitas anggaran jangka panjang. Mereka menggunakan suku bunga tetap dalam analisisnya untuk data Amerika. Simpulannya adalah adanya kesesuaian antara defisit dengan kemampuan membayar utang.

Wilcox (1989) mengembangkan pendekatan Hamilton dan Flavin (1986) dengan menganggap suku bunga tidak lagi tetap. Hasil studinya dengan model non optimasi menunjukkan utang Amerika tetap berkesinambungan sejauh fluktuasi perubahan suku bunga stasioner. Kedua studi tersebut menegaskan sustainabilitas jangka panjang (kemampuan membayar utang) tercapai melalui sustainabilitas jangka pendek (pengendalian stabilitas defisit).

Selain faktor-faktor yang telah baku di atas, beberapa peneliti mulai berupaya mengidentifikasi faktor lainnya dalam kerangka model ruang gerak fiskal. Buiters (1993) mengidentifikasi tingkat inflasi yang tinggi akan meningkatkan defisit primer melalui penurunan nilai riil atas penerimaan pajak. Akibatnya, negara pengutang mengalami kesulitan dalam operasi fiskalnya. Konsekuensinya, penyesuaian maturitas utang dengan jangka waktu penerimaan pajak (*tax smoothing*) akan menjadi solusi bagi ketangguhan fiskal (Barro, 1997).

Chouraqi, Hagemann, dan Sartor (1999) menekankan pentingnya konsistensi kebijakan fiskal. Penerapan kebijakan yang berubah-ubah akan menyulitkan pengukuran kinerja. Tampaknya mereka mencoba memasukkan faktor kelembagaan ke dalam analisisnya. Dalam observasinya terhadap sejarah fiskal negara-negara OECD tersebut, mereka menemukan bahwa *Cyclically-Adjusted Budget Balance (CAB)* merupakan cara efektif untuk saling mengontrol kestabilan fiskal masing-masing negara anggota.

Buiters (1997) mengidentifikasi faktor-faktor lain yang turut mempengaruhi kesinambungan fiskal, yaitu nilai tukar, cadangan devisa, belanja konsumsi, dan belanja investasi pemerintah. Dalam kompleksitas masalah semacam ini, Buiters (2002) menyarankan utang pemerintah digunakan hanya untuk keperluan belanja investasi guna mendorong konservatisme fiskal. Sementara, penambahan pajak hanya sebagai bagian yang konstan dari PDB.

Dalam hubungannya dengan nilai tukar, Turner (2002) mencatat bahwa permintaan obligasi berdenominasi Dolar Amerika Serikat biasanya akan meningkat bila rezim moneter

menggunakan nilai tukar bebas (mengambang). Hal ini disebabkan karena kepercayaan terhadap nilai tukar di negara berkembang dan pasar yang tengah berkembang (*emerging market*) umumnya masih rendah.

Calvo (2003) menemukan contoh menarik tentang dampak perekonomian terhadap beban fiskal. Pada tahun 1981-83 Meksiko mengalami mandeg seketika (*sudden stop*), yaitu terhentinya aliran modal masuk ke negeri itu dalam jumlah besar. Hal ini disebabkan menurunnya kepercayaan investor terhadap kinerja perekonomian dan situasi politik yang tidak menentu. Akibatnya, cadangan devisa Mexico mengalami penurunan 20 persen dari PDB.

Mendoza dan Oviedo (2004) mempelopori analisis kesinambungan utang luar negeri dengan mengintroduksi batas utang alami (*natural debt limit*, NDL). Batas utang alami adalah nilai anuitas keseimbangan fiskal pada saat terjadi krisis fiskal. Hasil studinya untuk empat negara di Amerika Latin menunjukkan rasio utang terhadap PDB bervariasi yang berada di atas NDL, sehingga solvabilitasnya juga berbeda-beda.

Penelitian serupa untuk kasus negara-negara sedang berkembang telah pula dilakukan, misalnya oleh Yamauchi (2004) untuk kasus Eritrea, Yilanci dan Ozcan (2008) untuk negara Turki, dan Makin (2005) untuk negara-negara Asia tenggara. Studi-studi tersebut tidak memberikan satu simpulan yang tegas tentang ketangguhan fiskal. Keragaman hasil ini lebih disebabkan oleh karakteristik kebijakan fiskal dan lingkungan ekonomi makronya yang khas terjadi di tiap negara.

Riset yang dilakukan di Indonesia tentang utang khususnya utang dalam negeri masih jarang dilakukan. Hal ini bisa dimaklumi karena pasar obligasi pemerintah dalam negeri baru dimulai pada tahun 2001. Konsekuensinya, sebagian besar riset yang berkembang di Indonesia masih tercurah pada utang luar negeri. Kuncoro (1999) memperoleh fakta empirik kebijakan defisit yang dibiayai dari utang luar negeri mendesak keluar (*crowd out*) investasi swasta yang membawa konsekuensi pada minimnya peran utang luar negeri pada pertumbuhan ekonomi. Saleh (2002) meneliti peran utang luar negeri dalam perekonomian Indonesia dengan hasil yang juga negatif. Nihilnya kontribusi utang disebabkan karena utang luar negeri tidak cukup mampu menciptakan penerimaan dalam negeri.

Di Indonesia, risiko fiskal itu sendiri baru muncul secara eksplisit ke dalam APBN tahun 2008. Sebelumnya, risiko fiskal dinyatakan secara implisit bahkan sedikit perhatian yang ditujukan kepadanya. Kesadaran akan risiko fiskal mencuat setelah krisis ekonomi tahun 1997. Studi Soelistijaningsih (2002) menunjukkan risiko utang bisa berkurang dengan mendiversifikasi mata uang pinjaman. Hasil ini didukung oleh temuan Mark (2004). Ketangguhan fiskal Indonesia hanya dapat dipelihara jika tidak terjadi depresiasi yang berat.

PPE UGM dan BAF (2004) menyimpulkan utang luar negeri Indonesia yang besar karena biaya peminjamannya lebih murah daripada biaya utang dalam negeri. Hal ini pulalah yang menyebabkan rendahnya efisiensi utang luar negeri. Kendati demikian, PPE UGM dan BAF (2004) menegaskan utang Indonesia masih cukup aman dari risiko gagal bayar. Di sisi lain, Ulfa dan Zulfadin (2004) mendapatkan hasil yang mendua. Beberapa kebijakan fiskal yang mereka identifikasi (seperti reformasi penganggaran) berhasil mengurangi kewajiban kontingensi berupa penurunan utang, di sisi lain beberapa kebijakan fiskal justru memperbesar kewajiban kontingensi (yaitu berupa penjaminan simpanan).

Dalam kaitannya dengan desentralisasi fiskal sejak tahun 2001, Kuncoro (2005) meneliti dampak kewajiban kontingensi berupa transfer terhadap pertumbuhan ekonomi dan disparitas regional. Hasil studinya membuktikan bahwa pemerintah daerah merespon transfer secara overaktif. Implikasinya, pemerintah pusat dituntut untuk mengalokasikan transfer dalam jumlah yang semakin besar guna mengurangi disparitas antardaerah.

Hanni (2006) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi sustainabilitas fiskal Indonesia. Hasil studinya menyimpulkan beberapa variabel ekonomi makro eksternal menjadi determinan penting bagi kesinambungan fiskal. Jha (2009) memasukkan faktor harga minyak ke dalam analisis kesinambungan fiskal. Hasil analisis untuk 32 negara Asia (termasuk Indonesia) menegaskan bahwa fluktuasi harga minyak secara signifikan berpengaruh pada ketangguhan fiskal melalui jalur besaran subsidi dan perolehan penerimaan pemerintah.

Berbekal dari hasil identifikasi faktor-faktor penentu kesinambungan fiskal, riset yang berkembang belakangan mengarah pada deteksi kerentanan fiskal (*fiscal vulnerability*) akibat beban utang. Ciarlone dan Trebeschi (2006) meneliti beban utang luar negeri negara-negara berkembang. Mereka menemukan sedikit kesuksesan faktor-faktor kunci tersebut dalam memperkirakan terjadinya krisis utang.

Tunner dan Samake (2006) menemukan probabilitas terjadi kerentanan fiskal bisa dikurangi dengan melakukan penyesuaian fiskal (*fiscal adjustment*). Celasun, Debrun, dan Ostry (2007) mengamati kemungkinan kesinambungan fiskal di 5 negara berkembang. Temuannya yang paling menarik adalah bahwa kebijakan fiskal itu sendiri menjadi faktor penting dalam menciptakan risiko terjadinya kerentanan fiskal.

#### **IV. METODOLOGI**

Banyak studi di atas menyarankan beberapa hal penting. Pertama bahwa konfigurasi anggaran pemerintah akan membawa dampak yang sangat besar bagi perekonomian. Kedua,

faktor-faktor eksternal tampak lebih dominan dalam mempengaruhi kondisi fiskal suatu negara. Ketiga, sejauh ini belum ada studi di Indonesia yang khusus memperkirakan kondisi fiskal ke depan terkait dengan integrasi seluruh faktor-faktor eksternal tadi.

Penelitian ini berupaya menutup kesenjangan empirik dalam studi tentang kebijakan fiskal di Indonesia dengan mengambil sudut kajian yang bersifat sintesa. Tidak seperti model pada riset-riset sebelumnya, inovasi *pertama* penelitian ini dalam menganalisis permasalahan adalah penggunaan 2 jenis utang, yaitu utang dalam negeri (DD) dan utang luar negeri (FD).

$$D_{total} = DD + FD \quad (8)$$

Mengikuti persamaan (2), model dasar ketangguhan fiskal Indonesia (8) dapat dituliskan sebagai

$$\Delta D_{total} = f(DD_{t-1}, FD_{t-1}, PB_t) \quad (9)$$

Persamaan (9) ini masih dalam bentuk absolut. Tanpa bermaksud mengubahnya, ia dapat diubah ke dalam bentuk relatif ke dalam rasio terhadap PDB.

$$\Delta (RD_{total})_t = \alpha_0 + \alpha_1 (RDD)_{t-1} + \alpha_2 (RFD)_{t-1} + \alpha_3 (RPB)_t + \mu_t \quad (10)$$

Persamaan (10) yang diturunkan dari persamaan (5) secara implisit mengasumsikan tingkat bunga dan pertumbuhan ekonomi (EG) bersifat konstan.

Asumsi ini akan dibongkar dengan memunculkannya secara eksplisit sebagai variabel penjelas. Selanjutnya, beberapa variabel lain dimasukkan ke dalam model sebagai kontrol. Terkait dengan dua macam utang, suku bunga luar negeri ( $r$ ) dan suku bunga dalam negeri (SBI) akan ditampilkan. Sehubungan dengan utang luar negeri yang diukur dengan mata uang domestik, depresiasi (Dep) juga dijadikan sebagai variabel penjelas. Model selengkapnya adalah:

$$\begin{aligned} \Delta (RD_{total})_t = & \alpha_0 + \alpha_1 (RDD)_{t-1} + \alpha_2 (RFD)_{t-1} + \alpha_3 (RPB)_t \\ & + \alpha_4 (r)_t + \alpha_5 (SBI)_t + \alpha_6 (EG)_t + \alpha_7 (Dep)_t + \mu_t \end{aligned} \quad (11)$$

Inovasi *kedua* penelitian ini adalah ketangguhan APBN diestimasi dengan data kuartalan selama periode pasca krisis (1999-2009). Data yang diperlukan untuk keperluan studi ini pada umumnya sudah tersedia secara triwulanan sehingga memudahkan pelaksanaan eksekusi model. Satu perkecualian terjadi pada keseimbangan primer. Data yang tersedia dari publikasi secara resmi adalah data tahunan. Data tersebut kemudian diinterpolasi secara linier sedemikian rupa sehingga sesuai dengan data lainnya.

Secara umum, data tersebut diperoleh dari Bank Indonesia, Kementerian Keuangan (cq DMO, *Debt Management Office*), dan Badan Pusat Statistik. Variabel yang akan dipergunakan dispesifikasikan sebagai berikut. Utang yang dianalisis di sini adalah utang pemerintah pusat (tidak termasuk Bank Indonesia, BUMN, BUMD, ataupun pemerintah daerah). Suku bunga Federal Amerika dipakai sebagai perwakilan suku bunga luar negeri. Suku bunga SBI jangka waktu 3 bulan didudukkan sebagai suku bunga dalam negeri<sup>3</sup>. Depresiasi dihitung sebagai prosentase perubahan kurs tengah Rupiah terhadap Dolar Amerika publikasi resmi BI. Demikian pula, pertumbuhan ekonomi dihitung sebagai prosentase perubahan PDB atas harga konstan 2000.

## V. HASIL DAN ANALISIS

Hasil penaksiran model ketangguhan fiskal disajikan pada Tabel 1 berikut. Dengan signifikansi 92 persen, utang dalam negeri dipercaya mendorong peningkatan total utang pemerintah sebesar rata-rata 36 persen. Di sisi lain, dengan signifikansi yang lebih kecil, utang luar negeri mendorong penurunan total utang pemerintah sebesar 20 persen. Hasil terakhir ini mendukung klaim pemerintah bahwa rasio utang pemerintah terhadap PDB menunjukkan penurunan yang konsisten.

Peningkatan suku bunga luar negeri cenderung mengurangi rasio tingkat utang total sebesar 22 persen. Mengikuti kerangka teoretis, pengaruh suku bunga ini terhadap perubahan utang seharusnya positif. Untungnya, koefisien ini secara statistik tidak signifikan pada tingkat keyakinan 95 persen. Interpretasi yang paling memungkinkan adalah bahwa nilai negatif ini semata-mata terkait dengan penurunan rasio utang pemerintah yang tengah terjadi. Di sisi lain, suku bunga luar negeri selama periode analisis mengalami tren peningkatan.

Perubahan suku bunga SBI menambah beban utang total (terutama utang yang berasal dalam negeri) sebesar 27 persen. Apabila diperbandingkan, koefisien pengaruh kenaikan suku bunga dalam negeri (secara absolut) lebih tinggi daripada pengaruh kenaikan suku bunga luar negeri. Hasil ini mendukung temuan studi PPE UGM dan BAF (2004) bahwa biaya utang luar negeri lebih murah daripada pembiayaan utang dalam negeri sedemikian rupa sehingga efisiensinyapun juga lebih tinggi.

---

3 Suku bunga yang lebih cocok sebetulnya adalah BI rate sebagai suku bunga kebijakan. BI rate itu sendiri baru diintroduksi sejak 2005. Oleh karena itu, suku bunga SBI dapat dianggap merepresentasikan suku bunga kebijakan.

**Tabel 1.**  
**Hasil Estimasi Tingkat Utang Total Pemerintah, 1999(1)-2009(4)**

Dependent Variable: D(RDTOT) Method: Least Squares Date: 03/17/10 Time: 04:38 Sample(adjusted): 1999:1 2009:4 Included observations: 44 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.487018	0.911836	0.534107	0.5966
RDD(-1)	0.365373	0.200261	1.824487	0.0764
RDF(-1)	-0.200480	0.142465	-1.407227	0.1679
R	-0.219580	0.143448	-1.530730	0.1346
SBI	0.270587	0.123241	2.195586	0.0347
DEP	0.144565	0.022899	6.313181	0.0000
EG	0.047568	0.028054	1.695606	0.0986
RPB	-0.614607	0.205085	-2.996836	0.0049
R-squared	0.668796	Mean dependent var		-0.319798
Adjusted R-squared	0.604396	S.D. dependent var		1.789638
S.E. of regression	1.125630	Akaike info criterion		3.237529
Sum squared resid	45.61356	Schwarz criterion		3.561927
Log likelihood	-63.22564	F-statistic		10.38493
Durbin-Watson stat	2.099574	Prob(F-statistic)		0.000000

Depresiasi Rupiah terhadap mata uang luar negeri secara signifikan membawa peningkatan rasio stok utang pemerintah total sebesar 14 persen. Nilai utang pemerintah sebagian besar didenominasikan ke dalam mata uang Dolar Amerika. Dengan jumlah utang luar negeri yang sama, beban pemerintah akan 14 persen lebih berat dengan menurunnya 1 persen depresiasi Rupiah terhadap Dolar Amerika. Hasil ini juga sejalan dengan hasil studi Soelistijaningsih (2002) dan Mark (2004) bahwa diversifikasi utang ke dalam beberapa mata uang asing akan meringankan beban utang pemerintah.

Pertumbuhan ekonomi juga membawa dampak pada peningkatan rasio utang luar negeri pemerintah sebesar 5 persen. Pertumbuhan ekonomi mencerminkan dinamika kekuatan ekonomi masyarakat. Peningkatan kekuatan ekonomi ini membawa dampak pada peningkatan permintaan masyarakat akan barang dan jasa, tidak terkecuali kepada barang publik yang dipasok pemerintah. Konsekuensinya, pemerintah dituntut untuk meningkatkan pasokannya dalam bentuk peningkatan belanjanya. Ketika besarnya belanja tidak bisa ditopang oleh penerimaan dalam negeri, peningkatan utang menjadi alternatif terakhir yang tak terelakkan.

Apabila diperbandingkan dengan koefisien suku bunga SBI, besaran pengaruh pertumbuhan ekonomi ini lebih kecil sedemikian rupa sehingga koefisien  $(SBI - EG) > 0$ . Kondisi ini merupakan prasyarat untuk mencapai solvabilitas fiskal dengan asumsi sementara dukungan konfigurasi APBN yang tidak mengalami perubahan. Hasil ini menunjukkan tampaknya kondisi APBN masih cukup aman untuk memenuhi kewajiban utang pemerintah.

Variabel terakhir sebagai penentu utang total pemerintah dalam model di atas adalah surplus primer APBN. Koefisien RPB memperlihatkan nilai minus. Hasil ini sudah sesuai dengan hasil penelusuran teori pada bagian sebelumnya. Apabila surplus keseimbangan primer dapat dipelihara kenaikannya, misalnya 1 persen, maka tambahan utang pemerintah dapat diturunkan rata-rata sebesar 61 persen. Hal ini, sekali lagi, berarti penurunan beban utang mensyaratkan keharusan surplusnya keseimbangan primer melalui disiplin anggaran.

Surplusnya keseimbangan primer ini juga mempertontonkan posisi ruang gerak fiskal yang sesungguhnya. Sayangnya, surplus primer selama periode analisis masih relatif minim (rata-rata hanya 6.84 persen dari angka PDB). Minimnya volume surplus primer mengakibatkan kecilnya ketersediaan dana yang bisa dimanfaatkan untuk cadangan pembayaran utang apabila ada gejolak yang tidak terantisipasi sebelumnya. Konsekuensi lainnya, stimulus perekonomian di dalam negeri untuk meredam dampak krisis guna memacu pertumbuhan ekonomi juga tidak memadahi. Dengan demikian, upaya pelestarian surplus keseimbangan primer menjadi kunci kebijakan pengelolaan APBN.

Syarat kedua ketangguhan fiskal adalah koefisien PB sebesar -1 (satu). Pengujian dilakukan melalui 2 prosedur, yaitu dengan uji ANOVA dan  $c^2$  untuk membuktikan apakah koefisien pada PB benar-benar memenuhi kaidah sama besar dengan -1. Hasil pengujian disodorkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Pengujian Ketangguhan APBN, 1999(1)-2009(4)			
Wald Test: Equation: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	3.531335	(1, 36)	0.0683
Chi-square	3.531335	1	0.0602
Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)		Value	Std. Err.
1 + C(4)		0.385393	0.205085
Restrictions are linear in coefficients.			

Pengujian kedua prosedur menghasilkan nilai F dan  $c^2$ -hitung masing-masing sebesar 3.3513. Dengan hipotesis awal  $C(4) = 1$ , simpulan untuk menerimanya diperlukan tenggat derajat kepercayaan sebesar 90-an persen. Artinya, dengan risiko kesalahan sebesar 5 persen, ketangguhan APBN tidak didukung oleh data. Apabila risiko kesalahan dinaikkan jadi sebesar 10 persen, ketangguhan APBN baru dapat diterima.



Hasil pengujian di atas memberi pesan singkat bahwa ketangguhan APBN masih sangat rapuh. Kerapuhan ini sangat terkait dengan situasi dan kondisi perekonomian yang akan terjadi. Konsekuensinya, risiko kerapuhan fiskal ini perlu diantisipasi sejak dini. Antisipasi yang bisa ditempuh adalah (jika keputusan politik memang mendukung) dengan menyusun anggaran mengikuti sistem multitalun. Artinya, APBN untuk 3 tahun ke depan, misalnya, ditetapkan pada tahun yang sedang berjalan. Pengalaman Australia, Kanada, Jerman, dan Belanda dalam penyusunan anggaran negara layak menjadi model yang dapat diadopsi pemerintah.

Sebagai gambaran tambahan, Australia dan New Zealand telah memasukkan kewajiban kontingensi eksplisit dan belanja kontingensi dalam laporan keuangan pemerintah. Italia dan Amerika Serikat memasukkannya dalam persetujuan anggaran berbagai pinjaman dengan melakukan *present value* atas besaran nilainya. Perkembangan seperti ini kemudian menjalar ke berbagai negara berkembang lainnya seperti Kolombia, Malaysia, dan Filipina khususnya untuk risiko proyek-proyek infrastruktur yang dijamin oleh pemerintah (Subyantoro, 2008). Kesemuanya ini diproyeksikan guna meminimisasi berbagai macam risiko yang potensial akan muncul.

Terlepas dari semua itu, simpulan utama studi ini bertolak belakang dengan hasil penelitian di Indonesia sebelumnya yang pada umumnya menemukan sustainabilitas fiskal. Perbedaan simpulan tersebut dimungkinkan karena perbedaan data, metode, dan definisi yang dipergunakan. Penggunaan data tahunan (seperti yang dilakukan riset-riset sebelumnya) cenderung akan menghilangkan fluktuasi dalam kurun waktu 1 tahun sedemikian rupa sehingga pada umumnya memberikan gambaran ketangguhan fiskal. Penelitian ini justru meliputi fluktuasi yang terjadi dalam periode kuartalan dan ternyata memberikan gambaran yang berbeda.

## VI. KESIMPULAN

Paper ini telah memberikan fakta empirik tentang ketangguhan fiskal dengan studi kasus di Indonesia. Kajian atas data kuartalan memberikan hasil yang berbeda dengan studi-studi setema sebelumnya yang berbasis pada data tahunan. Temuan utama adalah bahwa ketangguhan fiskal Indonesia tidak/belum tercapai kendati memiliki solvensi untuk pembayaran utang domestik dan utang luar negeri. Sumber ketidaksinambungan ini adalah beban utang dalam negeri yang peningkatannya jauh lebih pesat daripada peningkatan utang luar negeri.

Studi ini memberikan implikasi bahwa penerbitan Surat Utang Negara perlu dilakukan dengan kehati-hatian dengan mempertimbangkan beban pembayaran SUN yang jatuh tempo. Saat jatuh tempo SUN sepatutnya disesuaikan dengan kemampuan APBN pada tahun yang bersangkutan. Dalam kaitan ini, telaah yang cermat beban-beban APBN lain perlu dikalkulasi

dengan lebih matang. Untuk itu, exposure risiko fiskal sepantasnya menjadi panduan dalam setiap penerbitan SUN.

Dalam hal utang luar negeri, penggeseran beban utang dapat dilakukan melalui penataan ulang (*reprofiling*), penjadwalan kembali (*rescheduling*), dan restrukturisasi utang agar bebannya bisa disebar sesuai dengan maturitas jatuh temponya. Beban tersebut perlu diselaraskan pula dengan beban jatuh tempo utang dalam negeri. Rasio utang luar negeri pemerintah memang menunjukkan tren penurunan. Momentum ini perlu dimanfaatkan sebaik-baiknya guna meminimisasi risiko utang yang masih tersisa. Untuk tujuan ini, koordinasi kebijakan sektoral, regional, fiskal, moneter, dan luar negeri perlu disinergikan secara optimal.

Turunnya rasio utang pemerintah terhadap PDB tidak berarti terjadi peningkatan posisi keuangan pemerintah. Hal ini disebabkan adanya kemungkinan penjualan perusahaan negara, penipisan sumber-sumber kepemilikan publik, dan penurunan modal tetap pemerintah. Kemungkinan lain yang perlu diwaspadai adalah mencari utang baru, terutama yang di luar anggaran (*off budget*) untuk menutup utang lama dengan jumlah yang sama.

Selain kesinambungan fiskal, pemerintah juga perlu memikirkan kemungkinan beban fiskal yang lain jika perekonomian mengalami gangguan internal. Aktivitas semi-fiskal (*quasi fiscal*) Bank Indonesia, BUMN, dan BUMD dapat merupakan kewajiban kontingensi jika mereka tidak dikelola dengan benar. Keuangan internal Bank Indonesia, BUMN, dan BUMD memang terpisah dari keuangan negara, tetapi aktivitasnya dalam utang dan bisnis juga merupakan *public and publicly guaranteed* dan *semi guaranteed* karena pemerintah adalah pemilik saham dan alasan "*too big to fail*".

Studi lebih lanjut tentang ketangguhan fiskal Indonesia masih terbuka untuk dilakukan. Kajian yang lebih mendalam dapat dilakukan untuk memeriksa sumber-sumber kerapuhan fiskal. Studi ketaangguhan fiskal dengan mempertimbangkan asumsi-asumsi yang dipergunakan dalam setiap penyusunan APBN, seperti harga minyak dan produksi minyak (*oil lifting*) tentu menarik untuk disimak. Kelemahan yang masih tersisa pada studi ini dapat ditutup dengan memasukkan faktor-faktor dari besaran sisi moneter.

## DAFTAR PUSTAKA

- Barnhill, T.M. dan G. Kopits, 2003, "Assessing Fiscal Sustainability under Uncertainty", IMF working paper.
- Barro, R., 1997, "Optimal Management of Indexed and Nominal Debt," "NBER, working paper No. 6197.
- Boediono, 2009, *Ekonomi Indonesia Mau ke Mana?*, Kumpulan Esai Ekonomi, KPG & Freedom Institute, Jakarta.
- Buiter, W. H., 1993, "Public Debt in the USA: How Much, How Bad, and Who Pays?", NBER, working paper No. 4362.
- Buiter, W.H., 1997, "Aspects of Fiscal Performance in some Transition Economies under Fund – Supported Programs," IMF Policy Discussion Paper.
- Buiter, W. H., 2002, "The Fiscal Theory of the Price Level: A Critique," *Economic Journal, Royal Economic Society*, 112(127): 459-480.
- Celasun, O., X. Debrun, dan J.D. Ostry, 2007, "Primary Surplus Behavior and Risks to Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries: A "Fan-Chart" Approach", IMF working paper.
- Chalk, N., dan R. Hemming, 2000, "Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice", IMF working paper.
- Chouraqui, J.C., R.P. Hagemann, dan N. Sartor, 1999, "Indicators of Fiscal Policy: A Reexamination," "OECD Working Paper, No. 78.
- Ciarlone, A. dan G. Trebeschi, 2006, "A Multinomial Approach to Early Warning System for Debt Crises", Banca D'Italia, working paper no. 588.
- Cuddington, J.T., 1996, "Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries," WP6.0:sustain7.wpd, Economics Department Georgetown University, Washington, D.C., USA.
- Brix, P.H. dan A. Mody, 2002, "Dealing with Government Fiscal Risk: An Overview", dalam *Government at Risk*, World Bank & Oxford University Press.
- Dinh, H.T., 1999, *Fiscal Solvency and Sustainability in Economic Management*. The World Bank, 1999.
- Enders, W., 2004, *Applied Econometric Time Series*, Second edition, John Wiley & Sony Inc.

- Hamilton, J.D. dan Flavin, M.A., 1986, "On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing," *American Economic Review*, American Economic Association, 76(4), September: 808-19.
- Hanni, U., 2006, "Sustainability Fiskal Indonesia dan Faktor Faktor Yang Mempengaruhinya," *Jurnal Keuangan Publik*, 4(2), September: 19-37
- Jha, S., 2009, "Macroeconomic Uncertainties, Oil Subsidies and Fiscal Sustainability in Asia", ADB Research Paper.
- Kuncoro, H., 1999, *Dampak Kebijakan Pengeluaran Pemerintah terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia*, Tesis M.Si., Sekolah Pascasarjana UGM, tidak dipublikasikan.
- Kuncoro, H., 2005, *Pengaruh Transfer Antarpemerintah terhadap Kinerja Fiskal Pemerintah Daerah, Pertumbuhan Ekonomi, dan Disparitas Pendapatan Regional, Kota dan Kabupaten di Indonesia*, Disertasi Doktor Ilmu Ekonomi, Sekolah Pascasarjana UGM, tidak dipublikasikan.
- Langenus, G., 2006, "Fiscal Sustainability Indicators and Policy Design in the Face of Ageing", working paper, National Bank of Belgium.
- Makin, T., 2005, "Fiskal Risk in ASEAN", *Agenda*, 12(3): 227-38.
- Mark, S.V., 2004, "Fiscal Sustainability and Solvency: Theory and Recent Experience in Indonesia", *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 40(2), Agustus: 227-42.
- Ouanes, A and S. Thakur, 1997, *Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies*, International Moneteray Fund, Washington D.C.
- PPE UGM dan BAF, 2004, *Studi Manajemen Utang Luar Negeri dan Dalam Negeri Pemerintah dan Assessment terhadap Optimal Borrowing*", Laporan Akhir Penelitian.
- Rahmany, F.A., 2004, "Ketangguhan Fiskal dan Manajemen Utang Dalam Negeri Pemerintah", dalam *Kebijakan Fiskal, Pemikiran, Konsep, dan Implementasinya*, Kompas, Jakarta.
- Saleh, S., 2002, *Pengaruh Kebijakan Defisit Anggaran Pemerintah terhadap Perekonomian Indonesia*, Disertasi Doktor dalam Ilmu Ekonomi, UGM, Yogyakarta, tidak diterbitkan.
- Soelistijaningsih, L., 2002, *Model Portofolio dalam Pengelolaan Utang Luar Negeri sebagai Alternatif mengurangi Gejala Eksternal: Kasus Indonesia*, Disertasi Doktor, Universitas Indonesia.
- Subyantoro, H., 2008, "Adakah Persoalan" *Contingent Liabilities* dan *Fiscal Risk* di Indonesia?: Sebuah Pelajaran yang Sangat Berharga", Pidato Pengukuhan Guru Besar Universitas Borobudur, Jakarta, 23 Desember.
- Tunner, E. dan I. Samake, 2006, "Probabilistic Sustainability of Public Debt: A Vector Autoregression Approach for Brazil, Mexico, and Turkey", IMF working paper.
- Turner, P., 2002, "Bond Markets in Emerging Economies: an Overview of Policy Issues," *Bank for International Settlement*, No. 11, Basel, Switzerland.

- Ulfa, A. dan R. Zufadin, 2004, "Seberapa Seriuskah Perhatian Indonesia terhadap Isu-isu Kontingensi Fiskal?", *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, 8(2), Juni.
- Wilcox, D., 1989, "The Sustainability of Government Deficits: Implications of the Present-Value Borrowing Constraint", *Journal of Money, Credit and Banking*, 3: 291-306.
- Yamauchi, A., 2004, "Fiscal Sustainability, the Case of Eritrea", IMF working paper.
- Yeyati, E. L. dan F. Sturzenegger, 2007, "A Balance-Sheet Approach to Fiscal Sustainability", working paper, Universidad Torcuato Di Tella.
- Yilanci, V. dan B. Ozcan, 2008, "External Debt Sustainability of Turkey: A Nonlinear Approach", *International Research Journal of Finance and Economics*, 20: 91-98.

halaman ini sengaja dikosongkan