

DAMPAK UTANG PEMERINTAH PUSAT TERHADAP KEBERLANJUTAN FISKAL INDONESIA PERIODE 1998-2017

The Impact of the Government Debt on Fiscal Sustainability During 1998-2017

Rastri Paramita* & Jesly Yuriaty Panjaitan**

Pusat Kajian Anggaran, Badan Keahlian Dewan Perwakilan Rakyat RI
email: * rastri.paramita@dpr.go.id, ** jesly.panjaitan@dpr.go.id

Abstract

Debt is a part of the government's fiscal policy which also being the part of the financial management policy. The purpose of this study is to analyze the impact of the Government Debt on fiscal sustainability during 1998-2017 and the impact of debt ratio, inflation, real interest rate dan real growth on primary balance. The study uses both qualitative and quantitative methods. The quantitative methods use accounting method and VECM method. The qualitative method uses debt ratio, primary balance ratio and debt service to income ratio. The result shows a fiscal unsustainability occurred in the periode 1998 – 2017 and there was a positive impact of debt ratio, inflation, real interest rate and real growth on primary balance. Government therefore needs to make an innovation in creating new income, to improve the quality of disbursement and to manage the debt more prudent.

Keywords: *government debt; fiscal sustainability*

1. Pendahuluan

1.1 Latar Belakang

Keberlanjutan fiskal sangat diperlukan oleh pembuat kebijakan sebagai indikasi kebutuhan mengoreksi kebijakan fiskal suatu negara (Calvo et al.,2003: Croze dan Ramon, 2003). Konsep keberlanjutan fiskal menurut Burnside (2005:11), sangat berkaitan dengan solvabilitas (*solvency*) tingkat utang dan keuangan pemerintah. Solvabilitas mengacu kepada kemampuan pemerintah dalam memenuhi kewajiban utang tanpa menyebabkan kegagalan bayar (*default*) besar di masa mendatang sehingga membutuhkan adanya pelayanan dan penyesuaian utang. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa keuangan pemerintah

harus memenuhi kondisi solven dan likuid dalam memenuhi kewajibannya membayar utang.

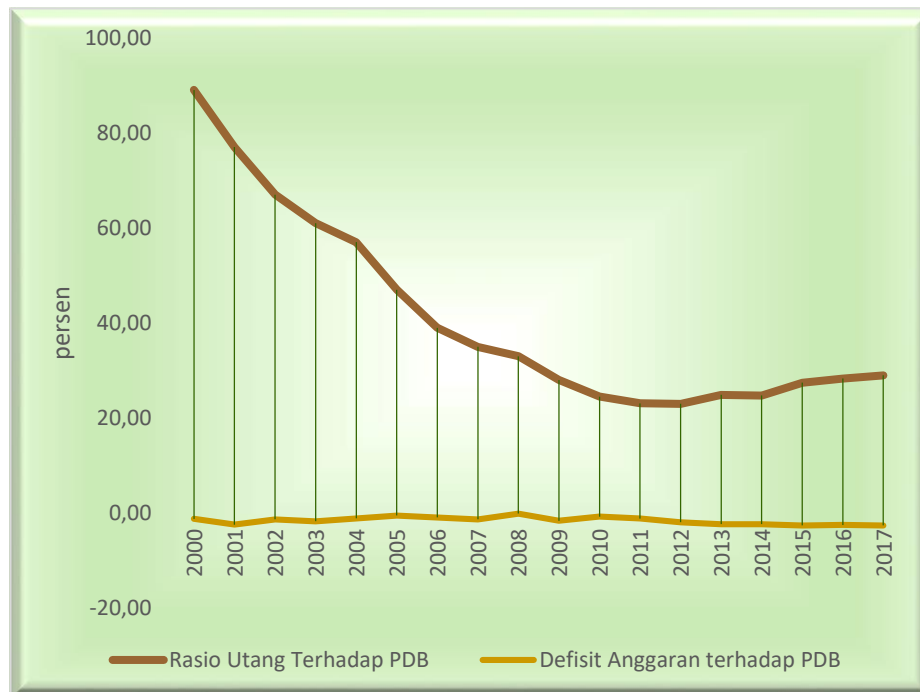
Sedangkan Alvarado et al. (2004) merumuskan 'keberlanjutan' sebagai konsep yang tercapai bila terpenuhi dua kondisi berikut, pertama, sebuah negara dapat memenuhi aktivitasnya dengan kendala anggaran (*budget constraint*) periode saat ini tanpa mengalami kegagalan pembayaran utang atau utang yang berlebihan. Kedua, utang sebuah negara tidak terakumulasi dan tidak menyebabkan penyesuaian yang besar di masa mendatang sehingga membutuhkan adanya pelayanan dan penyesuaian utang. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa keuangan pemerintah harus memenuhi kondisi solven dan likuid dalam memenuhi kewajibannya membayar utang.

Menurut Mishkin (1999) dan Grenville (2004), ketidakstabilan kebijakan fiskal dapat memicu kegagalan stabilitas keuangan sehingga dapat menyebabkan terjadinya krisis ekonomi. Fase kegagalan fiskal dapat memicu terjadinya krisis, seperti krisis utang sebagaimana yang terjadi di Amerika Latin tahun 1970-an dan 1980-an (Uctum et al., 2006; Budina dan Wijnbergen, 2008) yang menyebabkan peningkatan rasio utang (Uctum et al., 2006). Ketidakseimbangan fiskal juga pernah dialami Asia tahun 1998 (Frankel dan Schmukler, 1996; Wade 1998; Wade dan Veneroso, 1998; Iriana dan Sjöholm, 2002). Pada tahun 1998, Indonesia merupakan salah satu negara yang mengalami ketidakstabilan fiskal yang menyebabkan peningkatan utang pemerintah sebesar tiga hingga empat kali lipat dari kondisi sebelum krisis dan hampir tiga perempatnya utang dalam negeri (Boediono, 2009). Beban utang yang tinggi mengurangi ruang gerak fiskal dalam mengalokasikan anggarannya (Marselina, 2014).

Masalah utama dari keberlanjutan fiskal yaitu masih besarnya defisit anggaran untuk menjaga stabilitas keuangan (Feldstein dan Elmendorf, 1990; Blejer dan Cheasty, 1991; Krejdl, 2006). Undang-undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara mengatur defisit anggaran dibatasi maksimal 3 persen dan utang maksimal 60 persen dari PDB. Berdasarkan undang-undang tersebut, pemerintah melakukan dua strategi untuk mengendalikan anggaran yaitu dengan mengurangi rasio defisit anggaran lebih kecil dari 3 persen PDB dan menjaga utang negara yang aman dengan menggunakan indikator utang terhadap PDB untuk mengukur kemampuan negara dalam menanggung beban utang.

Pada gambar 1 menunjukkan defisit APBN terhadap PDB cenderung fluktuatif. Sejak tahun 2014, defisit APBN terhadap PDB memiliki kecenderungan meningkat hingga tahun 2017. Hal ini juga terjadi pada perkembangan rasio utang terhadap PDB sejak tahun 2014 memiliki tren meningkat. Kondisi ini sejalan dengan pembangunan sektor riil yang menjadi program primadona pemerintah saat ini untuk mengejar ketertinggalan pembangunan infrastruktur. Pemerintah harus mampu mengendalikan kendala anggaran agar konsep solvabilitas keuangan dan keberlanjutan fiskal dapat tercapai (Marks,2004).

Gambar 1. Perkembangan Rasio Utang Terhadap PDB dan Defisit APBN Terhadap PDB Periode 2000-2017(dalam Persen)

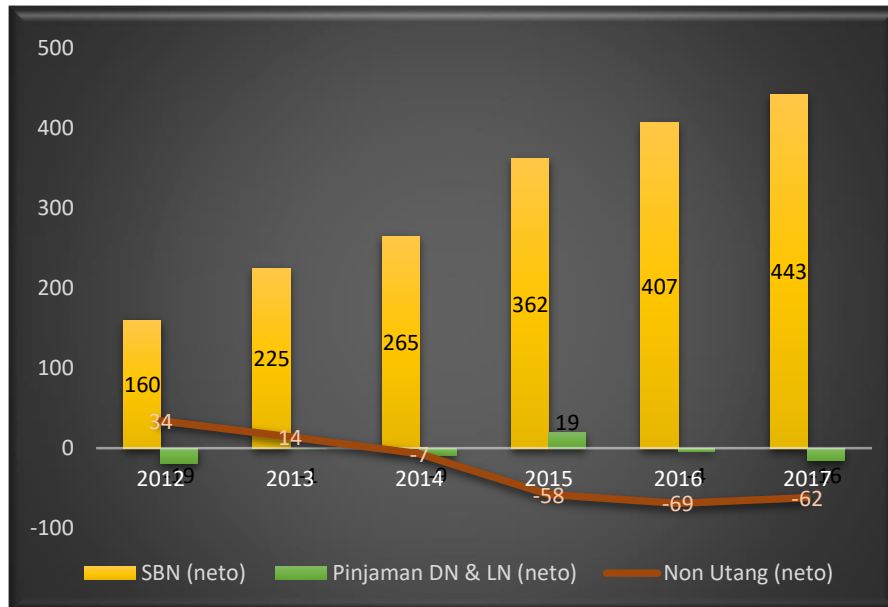


Sumber: DJPPR, diolah

APBN dikatakan keberlanjutan apabila memiliki kemampuan untuk membiayai seluruh belanjanya selama jangka waktu yang tidak terbatas (Langenus, 2006; Yeyati dan Sturzenegger, 2007). Untuk mewujudkan keberlanjutan fiskal, dibutuhkan kemampuan yang baik dalam mengelola utang agar kewajiban pemerintah menjalankan fungsi alokasi, distribusi, dan stabilisasi dapat berjalan dengan baik. Ketergantungan pemerintah saat ini terhadap utang sebagai alternatif pembiayaan defisit masih cukup tinggi dibandingkan pembiayaan non utang. Hal ini dapat dilihat dari gambar 2, yang menunjukkan

jumlah utang terutama SBN sangat mendominasi daripada pinjaman dan bahkan non utang.

Gambar 2. Perkembangan Komposisi Utang Pemerintah (Triliun Rupiah)



Sumber: DJPPR, diolah

Studi ini fokus pada bagaimana keberlanjutan fiskal dapat terwujud dengan pengelolaan utang yang dilakukan pemerintah saat ini dengan menggunakan analisis teoritis dan studi empiris yang pernah dilakukan. Data Indonesia yang digunakan dari tahun 1998 hingga 2017 untuk melakukan analisis keberlanjutan fiskal. Sedangkan pengaruh utang terhadap keseimbangan primer dijelaskan melalui modifikasi reaksi fiskal yang digunakan oleh Budina dan Wijbergen (2008) serta Ghosh *et al.* (2003) dalam menganalisis pengaruh utang dan variabel-variabel ekonomi makro lainnya terhadap keseimbangan primer pemerintah.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan permasalahan di atas, berikut ini pertanyaan penelitian yang ingin dijawab dalam studi ini:

1. Bagaimana stabilitas keberlanjutan fiskal di Indonesia periode tahun 1998-2017?
2. Bagaimana pengaruh utang Pemerintah Pusat, inflasi, nilai tukar, pertumbuhan, dan suku bunga terhadap keseimbangan primer Indonesia periode tahun 1998-2017?

3. Bagaimana kondisi rasio-rasio yang menunjukkan keberlanjutan fiskal di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengetahui stabilitas keberlanjutan fiskal di Indonesia periode tahun 1998-2017.
2. Mengetahui pengaruh utang pemerintah pusat, inflasi, nilai tukar, pertumbuhan, dan suku bunga terhadap keseimbangan primer Indonesia periode tahun 1998-2017.
3. Mengetahui kondisi rasio-rasio yang menunjukkan keberlanjutan fiskal di Indonesia.

2. Tinjauan Pustaka

Penelitian ini menganalisis pengelolaan utang Pemerintah Pusat serta keberlanjutann fiskal di Indonesia. Berikut ini beberapa penelitian yang membahas terkait utang dan keberlanjutan fiskal, antara lain, Ghosh *et al.* (2013) menganalisis keberlanjutan ekonomi dengan pendekatan *debt limit* melalui fungsi reaksi fiskal (*fiscal reaction function*) di 23 negara tahun 1970-2007. Budina dan Wijnbergen (2008) juga melakukan analisis mengenai keberlanjutan fiskal melalui pendekatan *stress test* dan *stochastic simulations*. Selain itu, Bohn (1998) dan Cuddington (1996) melakukan penelitian yang menyimpulkan bahwa untuk mewujudkan keberlanjutan fiskal, diperlukan upaya menyeimbangkan anggarannya dalam jangka panjang. Ketika rasio utang terhadap PDB bernilai konstan maka keberlanjutan fiskal tercapai. Diperlukan upaya menyeimbangkan anggarannya dalam jangka panjang. Ketika rasio utang terhadap PDB bernilai konstan maka keberlanjutan fiskal tercapai.

Terdapat beberapa variasi nilai ambang batas untuk mengukur tingkat keberlanjutan fiskal. *Maastricht Treaty Stability and Growth Pact* mengukur tingkat keberlanjutan fiskal berdasarkan ukuran defisit dan rasio utangnya terhadap PDB, dimana tingkat utang tidak boleh melebihi angka 60 persen PDB serta defisit anggaran harus berada di bawah 3 persen PDB (Greiner *et al.* 2007). Sementara itu, IMF menyatakan ambang batas aman utang negara berkembang sebesar 40 persen (Simarmata, 2006). Sedangkan, Bank Dunia menyatakan ambang batas tingkat utang yang *sustainable* sebesar 50 persen (Mahmood, 2014).

Literatur ekonomi mengenalkan beberapa pendekatan definisi tentang keberlanjutan fiskal. Dua pendekatan untuk menilai keberlanjutan fiskal adalah pendekatan keadaan nilai sekarang (*present value constraint approach*) dan pendekatan akuntansi (Rahayu, 2010). Pendekatan keadaan nilai sekarang menyatakan bahwa keberlanjutan fiskal tercapai apabila jumlah utang pemerintah pada tahun anggaran tertentu sama dengan nilai sekarang (*present value*) dari surplus keseimbangan primer (*primary balance*) di masa mendatang. Sedangkan, pendekatan akuntansi mengandalkan besaran keseimbangan primer sebagai tolok ukur (Kementerian Keuangan RI, 2010).

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini akan menganalisis bagaimana pengaruh utang Pemerintah Pusat terhadap keberlanjutan fiskal. Keberlanjutan fiskal menggunakan proksi keseimbangan primer. Pengaruh utang terhadap keseimbangan primer menggunakan proksi inflasi, pertumbuhan ekonomi, dan suku bunga riil. Ketiga proksi ini dipilih karena inflasi, pertumbuhan ekonomi, dan suku bunga riil memiliki sensitivitas terhadap komponen belanja, pendapatan, dan pembiayaan di APBN yang nantinya akan berpengaruh pada keberlanjutan fiskal. Periode analisis yang digunakan antara tahun 1998-2017. Selain penghitungan kuantitatif, penelitian ini juga akan menyajikan beberapa rasio yang menggambarkan keberlanjutan fiskal di Indonesia.

Melalui penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengukuran keberlanjutan fiskal melalui utang Pemerintah Pusat, menjelaskan perubahan utang dan variabel-variabel makro terhadap keseimbangan primer yang mungkin dapat menjadi rekomendasi kebijakan fiskal di Indonesia.

3. Metode Analisis

Terdapat dua metode analisis kuantitatif yang digunakan dalam penelitian pengaruh utang Pemerintah Pusat terhadap keberlanjutan fiskal, yaitu metode akuntansi dan metode VECM. Metode akuntansi digunakan untuk mengetahui pengaruh utang Pemerintah Pusat terhadap keberlanjutan fiskal, sedangkan metode VECM digunakan untuk mengetahui pengaruh utang Pemerintah Pusat, inflasi, nilai tukar, pertumbuhan, dan suku bunga terhadap keseimbangan primer Indonesia. Selain metode kuantitatif, penelitian ini juga menggunakan pendekatan deskriptif (kualitatif) dalam menganalisa rasio-rasio yang menunjukkan keseimbangan fiskal.

3.1 Metode Kuantitatif

3.1.1 Metode Akuntansi

Dalam menganalisis pengaruh utang Pemerintah Pusat terhadap keberlanjutan fiskal Indonesia dengan data yang digunakan adalah data *time series* dari 1998 sampai 2017. Pendekatan akuntansi menghubungkan antara kondisi fiskal dan utang (Cuddington, 1996). Buiters (1995) menyebutkan indikator yang dikenal dengan *one period primary gap* merupakan selisih antara *Required Augmented Primary Deficit* dengan rasio defisit primer aktual. Keberlanjutan fiskal akan terjadi jika posisi keseimbangan fiskal sekarang tumbuh lebih lambat daripada kenaikan rasio utang terhadap PDB (Ouanes dan Thakur, 1997 dalam Kuncoro, 2011). Persamaan akuntansi tersebut yaitu:

$$GAP\ KP = KP - \frac{r - growth}{1 + growth} RUTP_{t-1}$$

Keterangan:

- RUTP -1 = rasio utang terhadap PDB riil tahun sebelumnya (persen)
 Growth = Produk Domestik Bruto riil (persen)
 R = suku bunga riil (persen)
 KP = keseimbangan primer (persen)

3.1.2 Metode VECM

Penelitian ini mengkaji pengaruh utang Pemerintah Pusat, inflasi, pertumbuhan ekonomi, dan suku bunga riil terhadap keberlanjutan fiskal Indonesia dengan data yang digunakan adalah data *time series* dari 1998 sampai 2017. Variabel yang digunakan dan sumber data tersaji pada tabel 1.

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel (satuan)	Sumber
Rasio Keseimbangan Primer terhadap PDB (%)	Kemenkeu
Rasio Utang Pemerintah Pusat terhadap PDB -1 (%)	Kemenkeu
Inflasi (%)	Kemenkeu
Pertumbuhan Ekonomi (%)	Kemenkeu
Suku Bunga Riil (%)	BI & Kemenkeu

Sumber: berbagai sumber, diolah

Dalam penelitian ini, variabel rasio keseimbangan primer terhadap PDB (KP_PDB) akan menjadi variabel endogen untuk melihat respon anggaran

pemerintah ketika terjadi perubahan nilai rasio utang pemerintah terhadap PDB (RUTPDB). Sedangkan variabel-variabel eksplanator dalam penelitian ini adalah inflasi (INF), pertumbuhan ekonomi (G), dan suku bunga (I_RIIL). Ketiga variabel tersebut telah digunakan dalam APBN untuk menjelaskan kondisi makro ekonomi Indonesia. Dengan demikian, model umum yang akan diestimasi dalam penelitian ini adalah:

$$Kp = \alpha_0 + \alpha_1 RUTPDB_t + \alpha_2 INF_t + \alpha_3 G_t + \alpha_4 I_t + \varepsilon_t$$

Kebijakan fiskal akan berkelanjutan apabila rasio utang pemerintah terhadap PDB tidak mengalami “*explode*” (Burger, 2012). Penelitian menggunakan teknik analisis *vector error correcting model* (VECM).

3.2 Metode Kualitatif

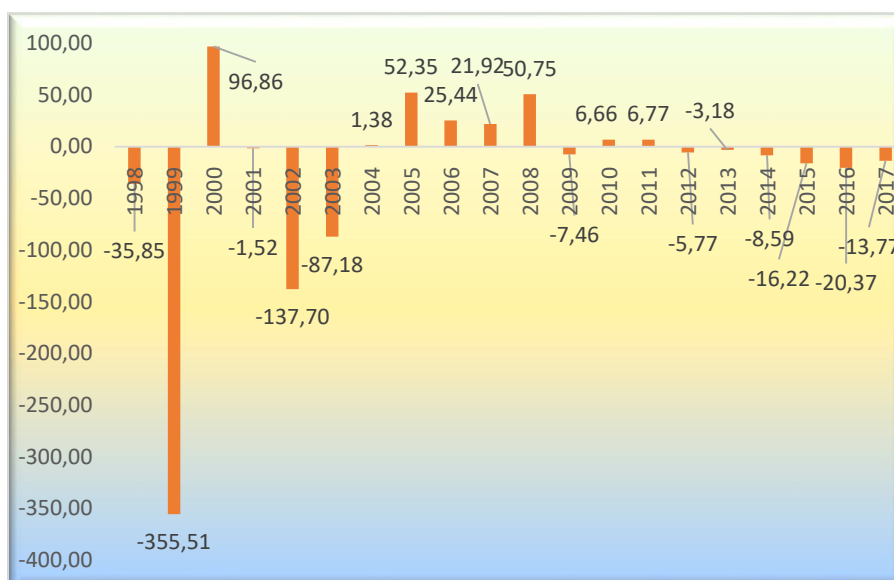
Terdapat tiga rasio yang digunakan dalam menganalisa keberlanjutan fiskal di Indonesia, yaitu rasio utang terhadap PDB, rasio pembayaran bunga utang terhadap pendapatan, dan rasio keseimbangan primer terhadap PDB. Data yang digunakan adalah data *time series* dari tahun 2005 sampai tahun 2017.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Analisa Sustainability Fiskal Indonesia Periode Tahun 1998-2017

Analisa keberlanjutan fiskal menggunakan metode akuntansi merupakan salah satu cara dalam mengetahui keberlanjutan fiskal suatu negara. Hal ini sesuai dengan pendapat Mendoza dalam Alvarado, et.al (2004) bahwa *the "true" budget constraint is an accounting identity that, by definition, is always satisfied*.

Metode akuntansi menghubungkan antara kondisi fiskal dan utang (Cuddington, 1996). Buitter (1995) menyebutkan indikator yang dikenal dengan *one period primary gap* merupakan selisih antara *Required Augmented Primary Deficit* dengan rasio defisit primer aktual. Keberlanjutan fiskal akan terjadi jika posisi keseimbangan fiskal sekarang tumbuh lebih lambat daripada kenaikan rasio utang terhadap PDB (Ouanes dan Thakur, 1997 dalam Kuncoro, 2011). Berdasarkan penghitungan menggunakan persamaan akuntansi, didapatkan hasil yang tersaji dalam gambar 3 sebagai berikut:

Gambar 3. GAP Keseimbangan Primer (dalam persen)

Sumber: penghitungan metode akuntansi, diolah

Jika GAP KP positif maka mengindikasikan *sustainable* dan juga sebaliknya jika GAP KP negatif maka *unsustainable*. Indikator *GAP KP* dipengaruhi tingkat suku bunga, pertumbuhan ekonomi dan utang periode sebelumnya. Keseimbangan primer negatif jika suku bunga saat ini lebih rendah dibanding tahun lalu dan pertumbuhan ekonomi lebih tinggi dibanding suku bunga.

Berdasarkan gambar 3, keseimbangan primer periode tahun 1998 hingga tahun 2017 masih didominasi negatif. Kondisi ini mengindikasikan bahwa keseimbangan primer Indonesia masih *unsustainable*. Hal ini disebabkan salah satunya oleh program pemerintah yang mengejar ketertinggalan pembangunan infrastruktur. Akibatnya, terjadi peningkatan utang yang cukup besar untuk menutupi kekurangan anggaran pembangunan infrastruktur. Saat ini, kecenderungan Pemerintah Pusat menggunakan pembiayaan jangka pendek (didominasi oleh SBN) lebih besar dibandingkan pembiayaan jangka panjang.

Penggunaan utang jangka pendek tersebut digunakan untuk pembangunan yang bersifat jangka panjang. Hasil dari pembangunan tersebut belum dapat optimal berkontribusi terhadap penerimaan negara dalam jangka pendek, konsekuensinya adalah pemerintah masih menggunakan utang baru sebagai penutup utang yang jatuh tempo. Kondisi ini tentu akan berdampak pada beban yang harus ditanggung APBN menjadi berat dan berisiko mengganggu keberlanjutan fiskal. Diperlukan pengelolaan utang yang *prudent* agar tidak

default. Selain itu, pemerintah juga harus memastikan proyek pembangunan fisik yang dibangun benar-benar produktif dan memiliki *multiplier effect* yang besar terhadap pembangunan. Sehingga, pengelolaan fiskal ke depan lebih produktif, efisien dan *prudent*.

4.2 Analisis Pengaruh Utang Pemerintah Pusat, Inflasi, Pertumbuhan, dan Suku Bunga terhadap Keseimbangan Primer Indonesia

Dalam menggunakan metode VECM, data yang digunakan harus bersifat stasioner dengan syarat memiliki nilai rata-rata dan varians yang konstan. Dalam uji *Augmented Dicky-Fuller* (ADF), H_0 akan ditolak apabila nilai ADF test lebih besar daripada *critical value* pada alfa (α) tertentu dan H_0 akan tidak ditolak jika nilai ADF test lebih kecil daripada *critical value* pada alfa (α) tertentu.

Tabel 2. Hasil Uji ADF

Variabel		ADF Test	Critical Values	Hasil
KP_PDB (Rasio Keseimbangan Primer terhadap PDB)	2nd difference	-5.974881	-4.886426*	Stasioner
RUTPDB (Rasio Utang Pemerintah Pusat terhadap PDB-1)	2nd difference	-5.242035	-4.886426*	Stasioner
INF (Inflasi)	Level	-5.051946	-4.571559*	Stasioner
G (Pertumbuhan Ekonomi)	Level	-15.12788	-4.532598*	Stasioner
I (Suku Bunga)	Level	-26.39256	-4.532598*	Stasioner

Keterangan:

*** = signifikan 10%

** = signifikan 5%

* = signifikan 1%

Sumber: Data diolah, 2018

Pada tabel 2 dapat dilihat bahwa variabel rasio utang Pemerintah Pusat terhadap PDB-1, inflasi, pertumbuhan dan suku bunga stasioner pada tingkat α 1%. Berdasarkan hasil seperti itu, maka data harus diolah dalam *Johansen Cointegration Test* agar dapat dilihat kointegrasi variabel penelitian secara simultan dalam jangka panjang. Sebelum melakukan *Johansen Cointegration Test*, perlu diketahui panjang *lag* yang digunakan untuk mengetahui waktu yang

dibutuhkan pengaruh dari masing-masing variabel terhadap variabel masa lalunya. Panjang *lag* optimal dapat ditunjukkan dalam tabel 3, sebagai berikut:

Tabel 3. Pengujian Panjang Lag

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-386.9196	NA	3.70e+10	41.35996	41.65820	41.41043
1	-284.6360	129.2003*	42864918*	34.38274*	36.47045*	34.73606*

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel 3, diketahui bahwa panjang *lag* optimal terletak pada *lag* 1. Pemilihan *lag* 1 sebagai *lag* optimal karena berdasarkan hasil *evIEWS* bahwa jumlah bintang terbanyak berada pada *lag* 1. Setelah panjang *lag* optimal sudah ditemukan, maka dapat dilakukan pengujian selanjutnya, yaitu uji kointegrasi.

Pengujian kointegrasi dilakukan untuk mengetahui hubungan jangka panjang masing-masing variabel. Syarat dalam estimasi VECM, yaitu terdapat hubungan kointegrasi di dalamnya. Dalam penelitian ini, menggunakan *critical value* 0,05. Hasil uji kointegrasi ditunjukkan oleh tabel 4, sebagai berikut:

Tabel 4. Pengujian Kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob. **
None *	0.912576	117.9029	69.81889	0.0000
At most 1 *	0.820568	74.03716	47.85613	0.0000
At most 2 *	0.776756	43.11389	29.79707	0.0009
At most 3 *	0.475150	16.12306	15.49471	0.0402
At most 4 *	0.222042	4.519489	3.841466	0.0335

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel 4, terdapat semua *rank variable* berhubungan kointegrasi. Hal tersebut dapat dilihat dari *trace statistic* lebih besar dari *critical value* 0,05, yang artinya, H_0 diterima atau variabel-variabel yang digunakan memiliki hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi) satu dengan lainnya. Berikut ini pengujian *granger causality* untuk mengetahui apakah seluruh variabel penelitian dapat dijadikan variabel endogen

Tabel 5. Granger Causality

Null Hypothesis	Probability	Hubungan Kausalitas
KP_PDB - RUTPDB RUTPDB - KP_PDB	0,0002 0,5525	Kausalitas searah dari RUTPDB memengaruhi signifikan KP_PDB dan tidak berlaku sebaliknya.
KP_PDB - INF INF - KP_PDB	0,3169 0,0523	Kausalitas dua arah, KP_PDB dan INF saling memengaruhi.
KP_PDB - G G - KP_PDB	0,0052 0,0074	Tidak ada kausalitas diantara kedua variabel.
KP_PDB - I_RIIL I_RIIL - KP_PDB	0,7086 0,1136	Kausalitas dua arah, KP_PDB dan IRIIL saling memengaruhi.
RUTPD - INF INF - RUTPD	0,0642 4.E-05	Kausalitas dua arah, RUTPDB dan INF saling memengaruhi.
RUTPD - G G - RUTPD	0,0048 2.E-05	Kausalitas searah dari G memengaruhi signifikan RUTPD dan tidak berlaku sebaliknya.
INF - G G - INF	0,0037 0,2937	Kausalitas searah dari G memengaruhi signifikan INF dan tidak berlaku sebaliknya.
INF - I_RIIL I_RIIL - INF	0,1230 0,6099	Kausalitas dua arah, INF dan I_RIIL saling memengaruhi.
G - I_RIIL I_RIIL - G	0.0595 0.0255	Kausalitas dua arah, G dan I_RIIL saling memengaruhi.

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan hasil *granger causality* pada tabel 5, dapat disimpulkan bahwa terdapat beberapa variabel yang dapat menjadi variabel endogen dan beberapa variabel tidak dapat menjadi variabel endogen. Yang termasuk variabel endogen adalah keseimbangan primer terhadap PDB, inflasi, suku bunga dan rasio utang terhadap PDB. Sedangkan variabel yang tidak dapat menjadi endogen adalah pertumbuhan ekonomi.

Hasil uji VECM (*Vector Error Corection Model*) pada tabel 6, menunjukkan bahwa variabel rasio utang terhadap PDB, suku bunga riil, inflasi dan pertumbuhan dapat memengaruhi kondisi rasio keseimbangan primer terhadap PDB. Hal ini berarti ketika utang pemerintah meningkat pada bulan lalu, dapat membuat defisit APBN terus meningkat. Begitu juga terjadi apabila suku bunga riil tidak stabil, akan

menyebabkan peningkatan beban anggaran pemerintah dalam membayar bunga pinjaman.

Tabel 6. Hasil Uji VECM

<i>Error Correction:</i>	D(KPPDB)	D(RUTPDB)	D(I_RIIL)	D(INF)	D(G)
D(KPPDB(-1))	-0.598512 (0.16915) [-3.53830]	-1.097091 (1.21505) [-0.90292]	3.384715 (1.19372) [2.83544]	-2.274889 (1.82310) [-1.24781]	-0.125242 (0.21492) [-0.58275]
D(RUTPDB(-1))	0.028910 (0.02417) [1.19604]	0.672763 (0.17363) [3.87470]	0.104043 (0.17058) [0.60993]	0.041050 (0.26052) [0.15757]	-0.044341 (0.03071) [-1.44382]
D(I_RIIL(-1))	0.066883 (0.03709) [1.80313]	-0.870892 (0.26644) [-3.26860]	-0.003287 (0.26176) [-0.01256]	-0.122378 (0.39978) [-0.30611]	0.055675 (0.04713) [1.18135]
D(INF(-1))	0.026807 (0.02698) [0.99346]	-0.639323 (0.19383) [-3.29837]	-0.129832 (0.19043) [-0.68180]	-0.156753 (0.29083) [-0.53899]	-0.042093 (0.03428) [-1.22778]
D(G(-1))	0.147843 (0.09808) [1.50730]	-0.214195 (0.70456) [-0.30401]	-1.942194 (0.69218) [-2.80589]	0.137610 (1.05714) [0.13017]	0.008261 (0.12462) [0.06629]
<i>R-squared</i>	0.860156	0.902320	0.760969	0.404717	0.859185
<i>Adj. R-squared</i>	0.783878	0.849041	0.630589	0.080017	0.782378
<i>Sum sq. resids</i>	2.402230	123.9500	119.6354	279.0484	3.877895
<i>S.E. equation</i>	0.467316	3.356811	3.297869	5.036669	0.593747
<i>F-statistic</i>	11.27654	16.93551	5.836529	1.246434	11.18616
<i>Log likelihood</i>	-7.415127	-42.90645	-42.58758	-50.21002	-11.72518
<i>Akaike AIC</i>	1.601681	5.545161	5.509731	6.356668	2.080576
<i>Schwarz SC</i>	1.947936	5.891417	5.855987	6.702924	2.426831
<i>Mean dependent</i>	-0.047222	-1.650000	-0.224444	0.088889	0.236111
<i>S.D. dependent</i>	1.005221	8.639663	5.425982	5.251140	1.272770

[] merupakan t-statistik

Sumber: Data diolah, 2018

Hasil pengujian VECM pada tabel 6, juga dapat dirumuskan persamaan sebagaimana model perhitungan yang dikembangkan Burger, menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$Kp = -0.228793 + 0.028910RUTPDB_t + 0.066883I_Riil + 0.026807 INF_t + 0.147843 G_t + \varepsilon_t$$

[1,19604]
[1,80313]
[0,99346]
[1,50730]

Berdasarkan persamaan di atas, rasio utang terhadap PDB, suku bunga riil, inflasi dan pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh positif terhadap keseimbangan primer. Apabila rasio utang tahun sebelumnya terhadap PDB naik,

maka keseimbangan primer juga meningkat. Peningkatan ini lebih disebabkan meningkatnya stok utang sehingga keseimbangan primer dapat terjaga. Selain itu, tanda positif juga dapat diartikan bahwa alokasi utang digunakan untuk hal yang produktif sehingga memberikan kontribusi terhadap pembangunan.

Suku bunga riil yang memiliki tanda positif memiliki makna bahwa ketika suku bunga riil meningkat, maka keseimbangan primer pun turut meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa komposisi utang Indonesia yang didominasi utang jangka pendek berupa Surat Berharga Negara (SBN). SBN ini akan diminati jika suku bunga riil yang ditawarkan pemerintah mengalami peningkatan. Sehingga, stok utang Indonesia bertambah. Hal ini akan memengaruhi keseimbangan primer menjadi positif.

Pengaruh inflasi terhadap keseimbangan primer memiliki tanda positif memiliki arti bahwa ketika inflasi naik, maka keseimbangan primer akan naik. Hal ini disebabkan karena inflasi yang naik akan memicu peningkatan suku bunga. Sebagaimana yang telah dijelaskan pada paragraf sebelumnya, akibat komposisi utang Indonesia didominasi oleh utang jangka pendek yang bergantung pada tingkat suku bunga, maka ketika suku bunga naik, stok utang Indonesia akan meningkat juga, sehingga keseimbangan primer akan positif.

Pertumbuhan ekonomi yang memiliki tanda positif terhadap keseimbangan primer bermakna, ketika semua variabel makro mengalami perbaikan, maka keseimbangan primer akan turut membaik.

Pengelolaan utang pemerintah erat kaitannya dengan kondisi pasar domestik maupun global. Pengetatan likuiditas yang saat ini terjadi di beberapa negara akan memicu peningkatan suku bunga di beberapa negara, terutama di Amerika Serikat. Perubahan suku bunga di Amerika Serikat akan berdampak pada peningkatan bunga utang pemerintah baik utang dalam bentuk pinjaman bilateral, multilateral maupun dalam bentuk surat berharga. Selain suku bunga meningkat, dampak lain yang akan menimbulkan terganggunya keseimbangan fiskal adalah terjadinya *capital outflow*. *Capital outflow* ini akan memengaruhi cadangan devisa dan stabilitas nilai tukar terganggu.

Dibutuhkan pengelolaan utang yang baik, dari sisi pengelolaan portofolionya maupun dari sisi pengelolaan risiko utangnya. Selain itu, pemerintah juga perlu mencari alternatif pembiayaan selain utang baik melalui *Public Private Partnership*

(PPP), Kerja sama Pemerintah dengan Badan Usaha (KPBU), maupun melalui Pembiayaan Investasi Non Anggaran Pemerintah (PINAs). Selain pengelolaan utang, dibutuhkan koordinasi yang baik dari berbagai pihak, seperti pemerintah dengan bank sentral dalam menjaga kondisi makro ekonomi agar kesinambungan fiskal baik jangka pendek maupun jangka panjang dapat terjaga dengan baik. Dengan kondisi makro yang terjaga baik akan memengaruhi peningkatan *credit rating* utang Indonesia. *Credit rating* meningkat mengindikasikan tingkat kepercayaan terhadap pemerintah meningkat.

4.3 Analisa Rasio Utang

Data utang Pemerintah Pusat per akhir Desember 2017 mencapai Rp3.938,7 triliun. Total utang Pemerintah Pusat tersebut terdiri dari pinjaman sebesar Rp744 triliun atau 19 persen dari total *outstanding* dan penerbitan SBN sebesar Rp3.194,7 triliun atau 81 persen dari total *outstanding*. Sedangkan, posisi SBN terdiri dari SUN sebesar 67 persen dan SBSN 14 persen. SBN yang diperdagangkan di pasar keuangan telah menutup defisit APBNP 2017 sejumlah Rp441,8 triliun hingga akhir Desember 2017.

SBN lebih mendominasi karena *cost of fund* rendah dan mudah prosesnya dibandingkan bentuk pembiayaan utang lainnya. Apabila pemerintah melakukan pinjaman jangka menengah hingga panjang, bunga utang yang harus ditanggung sekitar 11 persen. Sedangkan, untuk SBN yang memiliki jatuh tempo jangka pendek atau kurang dari setahun, pemerintah hanya menanggung bunga 5 – 6 persen. Meskipun *cost of fund* dari SBN lebih ekonomis dari utang jangka menengah atau panjang, namun, risiko SBN juga cukup tinggi. Risiko ini berasal dari tingkat bunga yang dikenakan kepada SBN sangat tergantung pada aliran *capital outflow* dan *capital inflow*. Semakin tinggi *capital outflow*, maka suku bunga SBN akan semakin tinggi sebagai daya tarik investor untuk tetap membeli SBN. Begitu juga sebaliknya.

Pergerakan *capital outflow* dan *capital inflow* dipengaruhi oleh kondisi fundamental makro ekonomi selain perkembangan perekonomian global (faktor eksternal). Faktor eksternal yang memengaruhi diantaranya ketidakpastian pasar, spekulasi, serta kebijakan negara lain. Faktor ini tidak dapat dikendalikan oleh pemerintah, namun bisa diminimalisir dampaknya. Risiko lainnya yaitu risiko *default*. Kondisi *default* dapat terjadi akibat pembiayaan yang digunakan bersifat jangka pendek, namun pembangunan yang dibiayai merupakan proyek jangka

panjang sehingga manfaat dari pembangunan tersebut belum dapat dirasakan dalam jangka pendek. Untuk menilai apakah pengelolaan utang yang dilakukan pemerintah di Indonesia telah mendukung fiskal yang berkelanjutan guna memitigasi risiko terkait utang, diperlukan analisa lebih mendalam. Indikasi awal dalam menilai apakah kebijakan fiskal yang ditempuh *sustainable* atau *unsustainable* adalah rasio-rasio terkait utang.

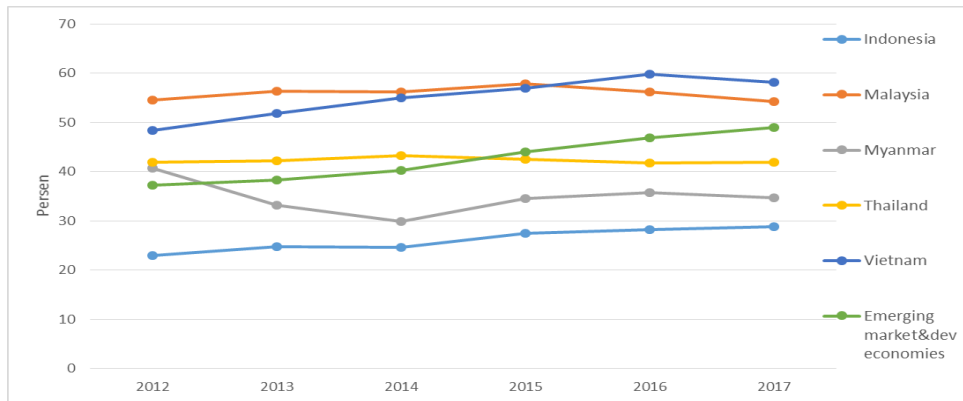
Hutahaen(2002) berpendapat beberapa indikator dapat dipakai untuk mengendalikan kerentanan fiskal antara lain *Debt to GDP ratio*, *Debt Service Ratio to Revenue*, *Interest to Revenue Ratio*, *Debt to Revenue Ratio*, *Debt Present Value to Revenue Ratio*, *Amortization to External Debt Payment Ratio* dan *External Debt to Export Ratio*. Menurut Adam et al (2010), indikator lain yang dapat menunjukkan keberlanjutan fiskal antara lain rasio utang terhadap PDB, keseimbangan primer, surplus fiskal, pembelanjaan fiskal, penerimaan pemerintah dan pembayaran utang. Penelitian ini akan membahas tiga rasio terkait utang, yakni rasio utang terhadap PDB, rasio *debt service* terhadap pendapatan dan rasio keseimbangan primer terhadap PDB dimana akan dikaitkan dengan penerimaan, pembelanjaan dan terkait pembayaran utang.

4.3.1 Rasio Utang Terhadap PDB

Kebijakan fiskal dapat dikatakan *sustainable* apabila tidak menyebabkan akumulasi utang pemerintah yang berlebihan dan pemerintah dapat menjaga rasio utang tersebut pada level tertentu (Blanchard, 1990). Pengukuran sederhana untuk menilai keberlanjutan fiskal yaitu rasio utang terhadap PDB. Rasio Utang terhadap PDB lebih dipentingkan daripada nilai nominal utang itu sendiri. Nilai nominal utang yang terus meningkat tidak akan mengganggu sustainabilitas fiskal sepanjang diimbangi dengan kenaikan PDB yang proporsional (Hanni, 2005). Dengan kata lain, jika penambahan utang diiringi dengan kenaikan PDB yang sama ataupun lebih besar bukanlah ancaman bagi keberlanjutan fiskal.

Utang Pemerintah Pusat di tahun 2017 mencapai 29,2 persen dari PDB dan defisit anggaran hanya 2,92 persen. Utang tersebut berada dibawah batas yang ditetapkan undang-undang, yang mengindikasikan masih dalam batas relatif aman. Jika dibandingkan dengan negara lain, Indonesia memiliki rasio utang terhadap PDB lebih rendah dari rata-rata *emerging market and developing countries*. Bahkan, dari negara-negara ASEAN seperti Malaysia, Myanmar, Thailand dan Vietnam, Indonesia masih berada di peringkat bawah (gambar 4).

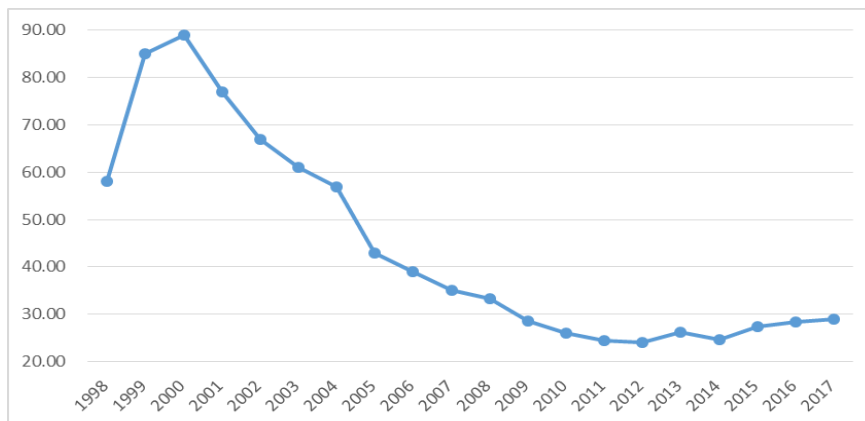
Gambar 4. Perbandingan Rasio Utang Terhadap PDB 2012-2017



Sumber : IMF World Data Outlook

Apabila dilihat dari tren dari tahun 1998-2017 (gambar 5), rasio utang terhadap PDB mengalami penurunan yang signifikan mulai tahun 2000 hingga 2011 dan dari tahun 2014 hingga 2017 cenderung meningkat yang berarti risiko fiskal meningkat sehingga tingkat kerentanan fiskal juga meningkat.

Gambar 5. Rasio Utang Terhadap PDB 1998 - 2017



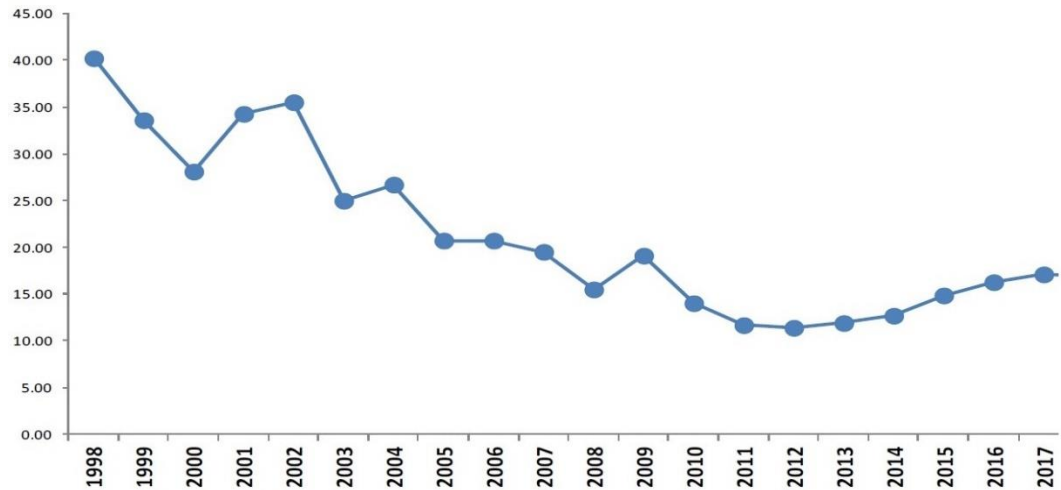
Sumber : Kemenkeu

4.3.2 Rasio Pembayaran Bunga Utang terhadap Pendapatan

Rasio *debt service to income ratio* atau rasio pembayaran bunga utang terhadap pendapatan ini menggambarkan seberapa besar porsi pendapatan negara untuk menanggung pembayaran utang seiring dengan penambahan akumulasi utangnya. Dengan demikian, rasio ini dapat digunakan untuk mendukung analisa apakah kebijakan fiskal suatu negara *sustainable* atau tidak, karena semakin besar rasio pembayaran bunga utang pemerintah terhadap pendapatannya dapat mengindikasikan akumulasi utang yang berlebihan. Dalam

20 tahun terakhir tren *debt service to income ratio* cenderung menurun, namun selama lima tahun belakangan ini trend tersebut meningkat yang mengindikasikan bahwa akumulasi utang mulai berlebihan.

Gambar 6. Debt Service to Income 1998-2017



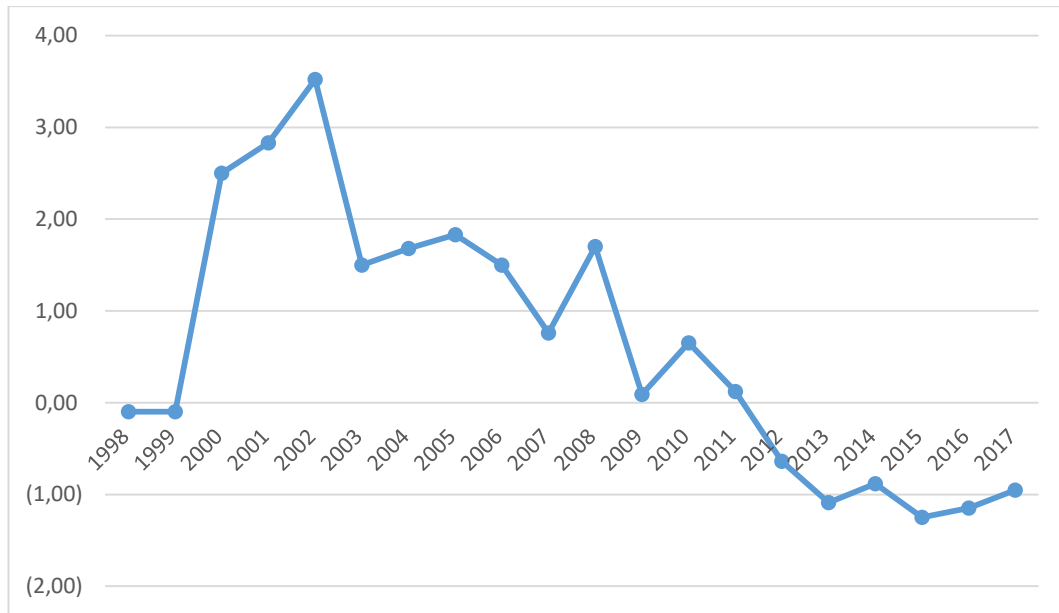
Sumber : Kemenkeu

4.3.3 Rasio Keseimbangan Primer terhadap PDB

Keseimbangan primer adalah total penerimaan dikurangi belanja yang tidak termasuk pembayaran bunga. Jika berada dalam kondisi defisit, penerimaan negara tidak bisa menutup pengeluaran sehingga membayar bunga utang sudah menggunakan pokok utang baru. Arah kebijakan fiskal dikatakan berkelanjutan apabila perkembangan rasio keseimbangan primer terhadap PDB tetap atau positif. Rasio yang positif mengindikasikan bahwa pemerintah memiliki ruang gerak yang cukup untuk mengurangi beban utang.

Sejak 1998 sampai 2012 menunjukkan tren rasio keseimbangan primer terhadap PDB cenderung menurun, namun tiga tahun terakhir cenderung meningkat ke tahun 2017 (gambar 7). Terjadinya defisit keseimbangan primer pada periode tahun tersebut menunjukkan pemerintah tidak memiliki ruang gerak yang cukup untuk mengurangi beban utang.

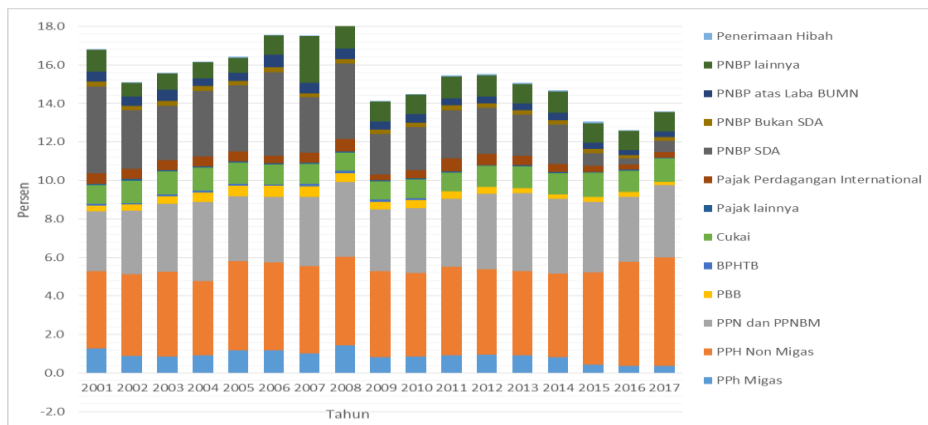
Gambar 7. Rasio Keseimbangan Primer terhadap PDB 1998-2017



Sumber : Kemenkeu

Keseimbangan primer yang menurun disebabkan karena penerimaan negara lebih kecil dari belanja negara. Jika dikaji lebih mendalam (gambar 8), penerimaan negara cenderung menurun namun dari 2016 ke 2017 penerimaan negara meningkat karena peningkatan penerimaan perpajakan yang disebabkan *tax amnesty*. Selain itu, Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP) belum dapat diandalkan. Misalnya, PNBP Sumber Daya Alam seperti minyak bumi dan gas bumi belum berhasil meningkatkan produksinya.

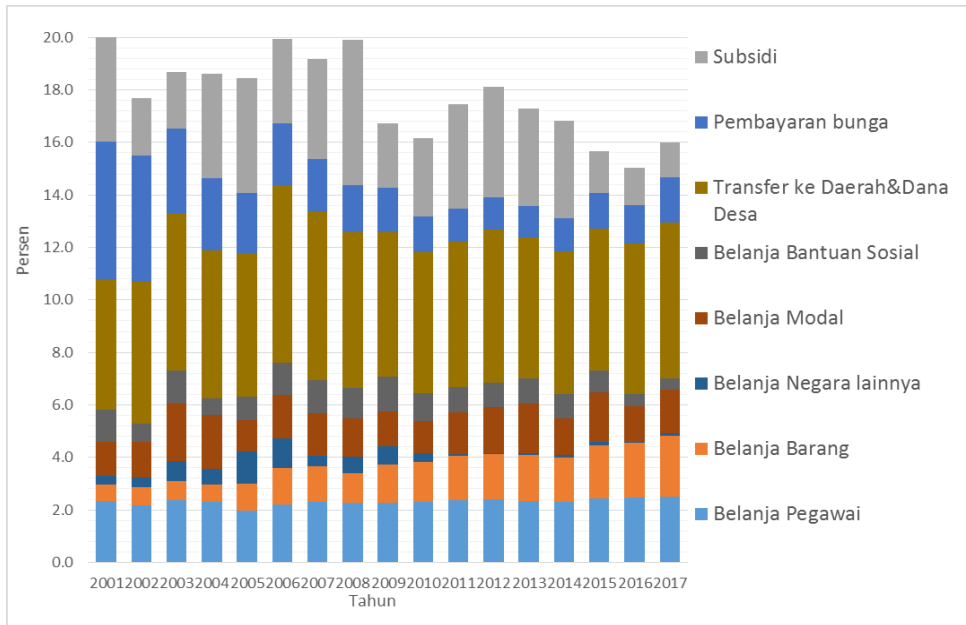
Gambar 8. Pendapatan Negara (Persen dari GDP) 2001-2017



Sumber: Kemenkeu, BPS

Dari sisi belanja negara (gambar 9), terjadi peningkatan belanja karena proyek infrastruktur membutuhkan pembiayaan yang tidak sedikit. Oleh karena itu, pemerintah perlu meningkatkan kualitas belanja negara melalui efisiensi belanja negara yang kurang produktif dan optimalisasi pendapatan negara dengan tetap menjaga iklim investasi sehingga keberlanjutan fiskal terwujud.

Gambar 9. Belanja Negara (Persen dari GDP) 2001-2017



Sumber: Kemenkeu, BPS

Ketiga rasio tersebut mengindikasikan pemanfaatan utang menjadi kurang produktif karena utang dipergunakan untuk membayar bunga utang atau utang baru, bukan untuk mendukung belanja produktif. Sehingga, risiko kerapuhan fiskal ini perlu diantisipasi sejak dini. Sumber ketidakberlanjutan fiskal yang *unsustainable* ini adalah beban utang dalam negeri yang peningkatannya jauh lebih pesat daripada peningkatan utang luar negeri. Penerbitan SBN perlu dilakukan dengan *prudent* atau hati-hati dengan mempertimbangkan SBN yang jatuh tempo yang disesuaikan dengan kemampuan APBN pada tahun yang bersangkutan. Sedangkan, untuk utang luar negeri Pemerintah Pusat mitigasi risiko yang bisa dilakukan adalah melalui restrukturisasi atau *reschedule* utang agar bebannya bisa disesuaikan dengan jatuh temponya dengan utang dalam negeri.

Penelitian ini masih memiliki kelemahan seperti masih diperlukan adanya analisis dan perhitungan yang mendalam serta asumsi-asumsi yang lebih akurat.

Periode penelitian juga masih terbatas, karena terbatasnya data yang tersedia, sehingga untuk penelitian berikutnya disarankan pencarian data dari sumber yang berbeda sehingga didapat rentang waktu yang jauh memadai.

5. Penutup

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan penghitungan menggunakan metode akuntansi, tidak terjadi sustainabilitas fiskal di Indonesia periode tahun 1998 – 2017. Hal ini disebabkan salah satunya oleh program pemerintah yang mengejar ketertinggalan pembangunan infrastruktur. Akibatnya, terjadi peningkatan utang yang cukup besar untuk menutupi kekurangan anggaran pembangunan infrastruktur. Saat ini, kecenderungan Pemerintah Pusat menggunakan pembiayaan jangka pendek (didominasi oleh SBN) lebih besar dibandingkan pembiayaan jangka panjang.

Penggunaan utang jangka pendek tersebut digunakan untuk pembangunan yang bersifat jangka panjang. Hasil dari pembangunan tersebut belum dapat optimal berkontribusi terhadap penerimaan negara dalam jangka pendek, konsekuensinya adalah pemerintah masih menggunakan utang baru sebagai penutup utang yang jatuh tempo. Kondisi ini tentu akan berdampak pada beban yang harus ditanggung APBN menjadi berat dan berisiko mengganggu keberlanjutan fiskal.

Berdasarkan metode VECM, pengaruh rasio utang tahun sebelumnya terhadap PDB, inflasi, suku bunga riil, dan pertumbuhan ekonomi terhadap keseimbangan fiskal memiliki tanda positif. Tanda ini menandakan ketika keempat variabel tersebut meningkat, maka keseimbangan primer akan meningkat. Peningkatan ini disebabkan oleh meningkatnya stok utang yang akan memengaruhi keseimbangan primer menjadi lebih *sustainable*.

Berdasarkan analisis ketiga rasio, yaitu rasio utang terhadap PDB, rasio pembayaran bunga utang terhadap pendapatan, dan rasio keseimbangan primer terhadap PDB, mengindikasikan bahwa turunnya ketiga rasio tidak berarti terjadi peningkatan posisi keuangan pemerintah. Pemanfaatan utang menjadi kurang produktif karena utang dipergunakan untuk membayar bunga utang atau utang baru, bukan untuk mendukung belanja produktif. Sumber ketidakberlanjutan fiskal yaitu utang dalam negeri khususnya SBN yang peningkatannya jauh lebih pesat daripada peningkatan utang luar negeri.

5.2 Rekomendasi

Berikut ini beberapa rekomendasi sehubungan dengan hasil penelitian ini, diantaranya:

1. Pemerintah perlu lebih giat menciptakan sumber penerimaan negara baru sehingga dapat menurunkan defisit APBN dan mengurangi ketergantungan atas utang. Dari sisi belanja, pemerintah juga harus mampu mengelola pengeluarannya secara efisien dan efektif.
2. Pemerintah juga harus senantiasa berhati-hati dan memitigasi risiko yang mungkin timbul dari ketidakpastian pasar yang dapat memengaruhi utang dalam bentuk SBN. Selain itu, alokasi dari utang sebaiknya untuk program yang dapat mendukung terciptanya iklim investasi yang kondusif sehingga dampak dari utang dapat berkontribusi kepada pertumbuhan ekonomi.
3. Pemerintah perlu mencari terobosan bentuk pembiayaan selain utang yang dapat digunakan dalam menutup defisit anggaran seperti diantaranya melibatkan swasta dalam pembangunan infrastruktur, *debt conversion*, *growth linked equity*, dan peningkatan Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP).

Daftar Pustaka

- Adam, C., B. Ferrarini and D. Park (2010), Fiscal Sustainability in Developing Asia, *ADB Economics Working Paper Series*, No. 205, June.
- Alvarado, et. al., 2004, Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries with an Application to Ecuador, Inter-American Development Bank, Washington, D.C.
- APBN KITA, Kinerja Dan Fakta. Edisi Januari 2018. Kementerian Keuangan Republik Indonesia 2018.
- Ariefianto, Doddy. 2012. *Ekonometrika: Esensi dan Aplikasi Dengan Eviews*. Jakarta Erlangga.
- Ascarya dan Yumanita, Diana. 2004. Utang Pemerintah dan Keberlanjutan fiskal *Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan*, vol. III, no. 1, Januari 2004, ISEI Bandung.

- Basri, Faisal. 2017. "Utang dan Pertumbuhan Ekonomi". Disampaikan dalam Diskusi Dampak Utang terhadap Pertumbuhan Ekonomi, Kemiskinan, dan Pengangguran pada tanggal 4 September 2017.
- Blejer, Mario I., dan Adrienne Cheasty. 1991. "The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues." *Journal of Economic Literature*, 1644-1678.
- Burger, P. (2012). *Fiscal sustainability and fiscal reaction function in the US and UK. International Business and Economics Research Journal*, 11(8), 935-942.
- Burnside, Craig. 2005, *Fiscal Sustainability in Theory and Practice: A Handbook*, Washington DC: World Bank.
- Boediono. 2009. *Ekonomi Indonesia Mau ke Mana? (Kumpulan Esai Ekonomi)*. Jakarta: KPG (Kepustakaan Populer Gramedia) Bekerjasama dengan Freedom Institute.
- Bohn, H. 1998. *The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits. The Quarterly Journal of Economics* 113 (3).
- Budina, Nina, dan Sweder V. Wijnbergen. 2008. "Quantitative Approaches to Fiscal Sustainability Analysis: A Case Study of Turkey Since the Crisis of 2001." *The World Bank Economic Review* 23(1): 119-40.
- Buiter, Willem H., Torsten Persson, dan Patrick Minford. 1995. "Measuring Fiscal Sustainability." *University of Cambridge*.
- Calvo, G., A. Isquierdo, E. Talvi (2003): "Sudden Stops, The Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability. Argentina's Lessons", *NBER working papers*, w9828.
- Cecchetti, S. G., M. S. Mohanty, and F. Zampolli. 2011. "The Real Effects of Debt." BIS Working Paper 352. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.
- Center for Central Banking Education and Studies, Bank Indonesia*

- Checerita, Christina dan Rother, Philip. 2010. "*The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth: An Empirical Investigation for the Euro Area*". European Central Bank. Working Paper Series No 1237
- Cuddington, John T., 1996, *Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries*, Georgetown University, Washington, D.C.
- Croze, Enzo, dan V. Hugo Juan-Ramon. 2003. "*Assessing Fiscal Sustainability: a Cross-Country Comparison.*" *International Monetary Fund Working Paper* 145, Washington, D.C.: World Bank.
- Daryanto. 2004. "Pengaruh Utang Luar Negeri Terhadap Pertumbuhan Ekonomi". Institut Pertanian Bogor
- Direktur Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. 2017. "Pengelolaan Utang Negara". Disampaikan dalam Diskusi Dampak Utang terhadap Pertumbuhan Ekonomi, Kemiskinan, dan Pengangguran pada tanggal 29 Agustus 2017.
- Direktur Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. 2017. "Profil Utang dan Penjaminan Pemerintah Pusat Juli 2017".
- Djamester A. Simarmata Fiscal Sustainability In Indonesia. *Indonesian Economic Journal*, Mpra Paper No. 41344, 18. September 2012.
- Effendi, Muh. Arief. 2009. *The Power of Corporate Governance: Teori dan Implementasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Égert, B. 2012, "*Public Debt, Economic Growth and Nonlinear Effects: Myth or Reality?*", OECD Economics Department Working Papers, No. 993, OECD Publishing, Paris. Diakses dari <http://dx.doi.org/10.1787/5k918xk8d4zn-en>. Tanggal akses 30 Juli 2017
- Eisner, Robert. 1989. *Budget Deficit: Rhetoric and Reality*. *The Journal of Economic Perspectives* Vol. 3 No. 2.
- Frankel, Jeffrey A., dan Sergio L. Schmukler. 1996. "*Crisis, contagion, and country funds: Effects on East Asia and Latin America.*" *Pacific Basin Working Paper Series, Working Paper* 04.

- Feldstein, Martin dan Douglas W. Elmendorf. 1990. "Government Debt, Government Spending, and Private Sector Behavior Revisited: comment. *The American Economic Review*, 589-599.
- Ghosh, Atish R., et al. 2013. "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies." *The Economic Journal* 123(1): F4-F30.
- Ghozali, Imam dan Dwi Ratmono. 2013. Dwi. Analisis Multivariat dan Ekonometrika teori, konsep dan aplikasi dengan evIEWS8. Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Gujarati. 2004. *Basic Econometrics*. The McGraw-Hill Companies
- Grenville. S. 2004(a). *The IMF and The Indonesian Crisis. Bulletin of Indonesian Economic Studies*. April. Mah
- Greiner A, Koller U, Semmler W. 2007. *Debt Sustainability in European Monetary Union: Theory and Empirical Evidence for Selected Countries*, Oxford Economic Papers.
- Hanni, Umi, 2005. Analisa Dan Prakiraan Sustainability Fiskal (*Fiscal Sustainability*) Indonesia Untuk Periode 2005 – 2009. Thesis. Program Magister Perencanaan Dan Kebijakan Publik. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. 2005
- Hutahaean, P. dan T. Yanagita (2002), 'Daya Tahan Fiskal Berkelanjutan' dalam *Bunga Rampai Kebijakan Fiskal*, Badan Analisa Fiskal dan Japan International Cooperation Agency.
- IMF, 2017. April 2017 Fiscal Monitor "Achieving More with Less"
- IMF. Februari 2018. "IMF Country Report: Indonesia".
- Iriana, Reiny dan Fredrik Sjöholm. 2002. "Indonesia's Economic Crisis: Contagion and Fundamentals." *The Developing Economies* 135–51.
- Kementerian Keuangan. Nota Keuangan 2000-2017
- Kuncoro, Haryo Ketangguhan Apbn Dalam Pembayaran Utang. Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan, April 2011. Hal 433-453

- Kuncoro, Mudrajad. 2010. "Ekonomika Pembangunan". Jakarta: Erlangga.
- Langenus, G. 2006. "Fiscal sustainability Indicators and Policy Design in The Face of Ageing", *Working Paper*, National Bank of Belgium.
- Mahmood, Arby, and Sherazi. 2014. *Debt Sustainability: A Comparative Analysis of SAARC Countries, Pakistan Economic and Social Review, Volume 52, No 1* (Summer 2014), pp 15-34.
- Marisa, Ria., 2015. Analisis Keberlanjutan fiskal Indonesia Tahun 2000-2012. *Bina Ekonomi, Volume 19 Nomor 1, 2015*.
- Marks, Stephen V. 2004. "Fiscal Sustainability and Solvency: Theory and Recent Experience in Indonesia." *Bulletin of Indonesian Economic Studies* 40(2): 227-42.
- Marselina, 2014. Implikasi Penerapan Kaidah Kebijakan Fiskal (*Fiscal Rule*) Terhadap Variabel-Variabel Ekonomi Makro di Indonesia Pendekatan Makroekonomika Konsensus Baru (*New Consensus Macroeconomics*), *Disertasi Universitas Gadjah Mada, Tidak Dipublikasikan*.
- Mishkin, Frederic. 1999. "Lessons from the Asian Crisis." *Journal of International Money and Finance* 18: 709-23.
- Mudayen, Yohanes Maria Vianey. 2013 Dampak Utang Luar Negeri Pemerintah Terhadap Keberlanjutan Fiskal Indonesia Periode 1979-2009. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi, Volume 2, No. 1, April 2013, Hlm. 85-96*.
- Rahardja, Pratama dan Mandala Manurung. 2004. *Teori Ekonomi Makro: Suatu Pengantar*. Edisi Kedua. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Rahayu, A. S. (2010). *Pengantar Kebijakan Fiskal*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Ramadhani, Muhammad Adib. 2014. "Pengaruh Defisit Anggaran, Pengeluaran Pemerintah dan Hutang Luar Terhadap Pertumbuhan Ekonomi (Studi Kasus 6 Negara ASEAN Tahun 2003-2012). *Jurnal Ilmiah. Universitas Brawijaya*.

- Raymundo, R.B. (2016), Fiscal Sustainability and Sovereignty Issues under an Asean Economic Union, *Paper* presented at the DSLU Research Congress, De La Salle University, Manila, Philippines, March 7-9.
- Rosadi, Dedi. 2011. *Ekonometrika & Analisis Runtun Waktu Terapan dengan Eviews*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Satya, Venti Eka. *Analisis Kebijakan Pengelolaan Utang Negara: Manajemen Utang Pemerintah Dan Permasalahannya.*, Pusat Pengkajian, Pengolahan Data Dan Informasi
- Tim PKEM-PKAPBN, Badan Kebijakan Fiskal, 2018. *Strategi Menjaga Kestimbangan Fiskal Jangka Panjang.*, diakses tanggal 5 Mei 2018 pada <http://www.fiskal.kemenkeu.go.id>
- Uctum, Merih, Tom Thurston, dan Remzi Uctum. 2006. "Public Debt, the Unit Root Hypothesis and Structural Breaks: A Multi-Country Analysis." *Economica* 73: 129-156.
- Wade, Robert. 1998. "The Asian debt-and-development crisis of 1997-?: Causes and consequences." *World Development* 26(8): 1535-1553.
- Wade, Robert, dan Frank Veneroso. 1998. "The Asian crisis: the high debt model versus the Wall Street-Treasury-IMF complex." *New Left Review* 3-24.
- Yeyati, E. L dan F. Struzzenegger. 2007. "A Balance-sheet Approach to Fiscal Sustainability", Working Paper, Universidad Torcuato Di Tella.