

II. TINJAUAN PUSTAKA

A. Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara

Dalam rangka menerapkan kebijakan fiskal, pemerintah menyusun anggaran yang merangkum penerimaan dan pengeluarannya. Di Indonesia, anggaran tersebut adalah anggaran pendapatan dan belanja Negara (APBN). Penjelasan secara lengkap terdapat dalam UU No. 17 tahun 2003 tentang Keuangan Negara. Selain itu, peraturan mengenai APBN diatur oleh perundang-undangan lainnya.

Menurut UU No. 17 Tahun 2003, anggaran pendapatan dan belanja negara atau APBN adalah rencana keuangan tahunan pemerintah negara yang disetujui oleh Dewan Perwakilan Rakyat (DPR). Pasal 23 Ayat (1) UUD 1945, anggaran pendapatan dan belanja negara (APBN) sebagai wujud dari pengelolaan keuangan negara ditetapkan setiap tahun dengan undang-undang dan dilaksanakan secara terbuka dan bertanggung jawab untuk sebesar – besarnya kemakmuran rakyat. Pasal 23 Ayat (2) UUD 1945, rancangan undang-undang anggaran pendapatan dan belanja negara diajukan oleh Presiden untuk dibahas bersama DPR dengan memperhatikan pertimbangan DPD.

Struktur APBN terdiri dari pendapatan Negara dan hibah, belanja Negara, keseimbangan primer, surplus deficit dan pembiayaan. Sejak tahun anggaran 2000, Indonesia telah mengubah komposisi APBN dari *T-account* menjadi *I-account* sesuai dengan standar statistic keuangan pemerintah (*Government Finance Statistics*).

a. Pendapatan Negara dan Hibah

Penerimaan APBN yang diperoleh dari berbagai sumber. Secara umum yaitu penerimaan pajak yang meliputi Pajak Penghasilan (PPh), Pajak Pertambahan Nilai (PPN), Pajak Bumi dan Bangunan (PBB), Bea Perolehan Hak atas Tanah dan Bangunan (BPHTB), cukai dan pajak lainnya, serta Pajak Perdagangan (bea masuk dan pajak/pungutan ekspor) merupakan sumber penerimaan utama dari APBN. Selain itu, penerimaan Negara bukan pajak (PNBP) meliputi penerimaan dari sumber alam, setoran laba BUMN, dan penerimaan bukan pajak lainnya, walaupun memberikan kontribusi yang lebih kecil terhadap total penerimaan anggaran, jumlahnya semakin meningkat secara signifikan setiap tahunnya.

b. Belanja Negara

Belanja Negara terdiri atas anggaran pemerintah pusat, dana perimbangan, serta dana otonomi khusus dan dana penyangga. Sebelum adanya UU No. 17 tahun 2003, anggaran belanja pemerintah pusat dibedakan atas pengeluaran rutin dan pengeluaran pembangunan. UU No. 17 tahun 2003 memperkenalkan format unified budget sehingga tidak ada lagi perbedaan antara pengeluaran rutin dan pengeluaran

pembangunan. Dana perimbangan terdiri atas dana bagi hasil dan dana alokasi umum serta dana alokasi khusus.

c. Defisit dan Surplus

Defisit atau surplus merupakan selisih antara penerimaan dan pengeluaran.

Pengeluaran yang melebihi penerimaan disebut deficit, sebaliknya penerimaan yang melebihi pengeluaran disebut surplus.

d. Pembiayaan

Pembiayaan diperlukan untuk menutup deficit anggaran. Beberapa sumber pembiayaan yang penting saat ini adalah : pembiayaan dalam negeri (perbankan dan non perbankan) serta pembiayaan luar negeri (netto) yang merupakan selisih antara penarikan pinjaman luar negeri (bruto) dengan pembayaran cicilan pokok pinjaman luar negeri.

B. Defisit Anggaran

Menurut Rahardja dan Manurung (2004) defisit anggaran adalah anggaran yang memang direncanakan untuk defisit, sebab pengeluaran pemerintah direncanakan lebih besar dari penerimaan pemerintah ($G > T$). Anggaran yang defisit ini biasanya ditempuh bila pemerintah ingin menstimulasi pertumbuhan ekonomi.

Definisi dari defisit anggaran menurut Samuelson dan Nordhaus (2001) adalah suatu anggaran dimana terjadi pengeluaran lebih besar dari pajak. Sedangkan menurut

Dornbusch, Fischer dan Startz defisit anggaran adalah selisih antara jumlah uang yang dibelanjakan pemerintah dan penerimaan dari pajak.

Kombinasi dari besaran pengeluaran dan penerimaan pemerintah terangkum dalam suatu anggaran pemerintah. Telah diuraikan sebelumnya bahwa untuk menghadapi kondisi perekonomian tertentu, salah satu yang dapat dilakukan pemerintah adalah melalui kebijakan fiskal. Kebijakan fiskal tersebut dapat dilihat dalam anggaran pemerintah, dan defisit anggaran adalah salah satu kebijakan fiskal pemerintah yaitu kebijakan fiskal ekspansif.

Algifari (2009) melakukan penelitian terhadap perekonomian Indonesia berdasarkan data deficit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi tahun 1990-2007 dengan *partial adjustment model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa defisit anggaran pemerintah berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi pada periode yang sama dan berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi pada periode berikutnya. Pada saat perekonomian mengalami krisis, defisit anggaran pemerintah merupakan kebijakan yang dipilih oleh banyak negara untuk menggairahkan perekonomian.

Menurut Abimanyu (2005), defisit anggaran pemerintah merupakan stimulus fiskal yang bersifat ekspansif. Perekonomian yang berada pada kondisi lemah yang ditunjukkan oleh menurunnya kebijakan fiskal memerlukan kebijakan fiskal ekspansif untuk mendorong pertumbuhan ekonomi.

Ada beberapa cara pembiayaan deficit anggaran yang mungkin dilakukan pemerintah, antara lain (Salvatore dalam Tesamaris dan Nurhayati, 2005) :

1. Pencetakan Uang Baru

Pemerintah dapat membiayai deficit anggaran dengan mencetak uang baru. Dengan demikian sumber-sumber riil yang disebut seigniorage. Seigniorage termasuk dalam komponen pemerintah karena hak eksklusif pemerintah untuk mencetak uang. Seigniorage didefinisikan sebagai perubahan uang nominal yang dipegang oleh masyarakat yang dinyatakan dalam tingkat harga atau sama dengan presentase pertumbuhan uang nominal dikalikan stok uang riil.

2. Pinjaman Dalam Negeri

Penggunaan pinjaman dalam negeri untuk membiayai deficit anggaran tidak akan menimbulkan efek moneter apabila pembiayaan tersebut tidak dibiayai oleh rediskon bank sentral. Hal ini disebabkan karena secara umum pinjaman pemerintah akan menurunkan kredit yang seharusnya tersedia untuk sector swasta. Akibatnya akan menimbulkan tekanan bagi tingkat bunga dalam negeri.

3. Menggunakan Cadangan Devisa

Penggunaan cadangan devisa untuk membiayai deficit anggaran akan menyebabkan penawaran mata uang asing meningkat sehingga mata uang dalam negeri mengalami apresiasi.

4. Pinjaman Luar Negeri

Dilihat dari fungsinya, pinjaman luar negeri atau dalam negeri tidak berbeda asalkan dapat dialokasikan secara efisien dan produktif sehingga mampu memberikan kesejahteraan masyarakat. Hal ini yang perlu mendapatkan perhatian adalah berkaitan dengan pengembalian atau amortisasinya. Pinjaman yang berasal dari luar negeri, pembayaran pinjaman dan bunga akan dinikmati oleh pihak debitur luar negeri. Akibatnya terjadilah transfer pendapatan negative ke luar negeri.

Untuk menyesuaikan anggaran dengan kondisi perekonomian yang sedang berlangsung, pemerintah Indonesia melakukan beberapa kali perubahan system anggaran. Sejak orde lama hingga sekarang, Indonesia telah mengalami empat kali perubahan system anggaran. Berikut perubahan system anggaran Indonesia dari masa ke masa :

- Orde lama (1952-1960) system anggaran deficit
- Orde baru (1960-1997) system anggaran berimbang
- Reformasi (1997-2000) system anggaran berimbang dinamis
- 2001 – sekarang system anggaran surplus/deficit

C. Pinjaman Luar Negeri

1. Definisi Pinjaman Luar Negeri

Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia, pinjaman berarti pinjaman yang dipinjam dari pihak lain dengan kewajiban membayar kembali. Sedangkan pinjaman luar

negeri merupakan sejumlah dana yang diperoleh dari Negara lain (bilateral) atau multilateral yang tercermin dalam neraca pembayaran untuk kegiatan investasi, menutup *saving investment gap* dan *foreign exchange gap* yang dilakukan baik oleh pemerintah maupun swasta.

Selain itu menurut SKB No. 185/KMK.03/1995 dan No KEP.031/KET/5/1995 antara menteri keuangan dan kepala Bappenas pinjaman luar negeri merupakan penerimaan Negara baik dalam bentuk devisa dan atau devisa yang dirupiahkan maupun dalam bentuk barang dan atau jasa yang diperoleh dari pemberian pinjaman luar negeri yang harus dibayar kembali dengan persyaratan tertentu.

Pengertian pinjaman atau pinjaman luar negeri berdasarkan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No.2 Tahun 2006 tentang Tata Cara Pengadaan Pinjaman dan atau penerimaan hibah serta penerusan pinjaman dan atau hibah luar negeri adalah setiap penerimaan negara baik dalam bentuk devisa dan atau devisa yang dirupiahkan, rupiah, maupun dalam bentuk barang dan atau jasa yang diperoleh dari pemberi pinjaman luar negeri yang harus dibayar kembali dengan persyaratan tertentu.

Pinjaman luar negeri bank sentral adalah pinjaman yang dimiliki oleh Bank Indonesia yang diperuntukkan dalam rangka mendukung neraca pembayaran dan cadangan devisa. Selain itu juga, terdapat pinjaman kepada pihak bukan penduduk yang telah menempatkan dana pada Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan pinjaman dalam bentuk kas dan simpanan serta kewajiban lainnya kepada bukan penduduk.

Pinjaman luar negeri swasta adalah pinjaman luar negeri penduduk kepada bukan penduduk dalam valuta asing dan atau rupiah berdasarkan perjanjian pinjaman atau perjanjian lainnya, kas dan simpanan milik bukan penduduk, dan kewajiban lainnya kepada bukan penduduk. Pinjaman luar negeri swasta meliputi pinjaman bank dan bukan bank. Pinjaman luar negeri bukan bank terdiri dari pinjaman luar negeri lembaga keuangan bukan bank dan perusahaan bukan lembaga keuangan termasuk perorangan kepada pihak bukan penduduk. Termasuk dalam komponen pinjaman luar negeri swasta adalah pinjaman luar negeri yang berasal dari penerbitan surat berharga di dalam negeri yang dimiliki oleh bukan penduduk.

UU No. 22 tahun 1999 pasal 81 ayat 3 menyebutkan bahwa pinjaman daerah dari luar negeri harus mendapatkan persetujuan pemerintah pusat. Walaupun demikian, sampai saat ini belum ada realisasi pinjaman luar negeri oleh pemerintah daerah.

Tabel 3. Instrumen Pinjaman Luar Negeri (External Debt Instrument)

1	Pemerintah Surat berharga Negara a. Surat Utang Negara yang dimiliki bukan penduduk b. Surat Berharga Syariah yang dimiliki bukan penduduk
2	Bank Sentral <ul style="list-style-type: none"> • Surat Utang <ul style="list-style-type: none"> a. Obligasi b. Surat – surat berharga lainnya c. Surat berharga domestic yang dimiliki bukan penduduk • Perjanjian Pinjaman • Kas dan Simpanan • Kewajiban lainnya
3	Swasta 1. Bank

	<ul style="list-style-type: none"> a. Surat Utang <ul style="list-style-type: none"> • Obligasi • Surat – surat berharga lainnya • Surat berharga domestic yang dimiliki bukan penduduk b. Perjanjian Pinjaman c. Kas dan Simpanan d. Kewajiban lainnya
	<p>2. Bukan Bank</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Surat Utang <ul style="list-style-type: none"> • Obligasi • Surat – surat berharga lainnya • Surat berharga domestic yang dimiliki bukan penduduk b. Perjanjian Pinjaman c. Utang Dagang d. Kewajiban lainnya

Sumber : Bank Indonesia

Konsep dan terminologi pinjaman luar negeri mengacu pada IMF External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users (2003), beberapa ketentuan pemerintah Republik Indonesia antara lain :

- a. Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Pinjaman Negara
- b. Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara
- c. Peraturan Pemerintah No. 10 tahun 2011 tentang Tatacara Pengadaan Pinjaman Luar Negeri dan Penerimaan Hibah
- d. Peraturan Direktur Jenderal Pengelolaan Pinjaman No. PER04/PU/2009 tentang Klasifikasi Pinjaman Luar Negeri Pemerintah dan ketentuan Bank Indonesia.

Pinjaman luar negeri bagi Negara berkembang diperlukan sesuai dengan teori pembangunan dan teori pertumbuhan yaitu untuk melakukan industrialisasi dan mempercepat laju pertumbuhan. Pembahasan tentang pinjaman luar negeri dapat

dijelaskan dengan kerangka teori bahwa defisit pembiayaan investasi swasta terjadi karena tabungan lebih kecil dari investasi ($\text{investasi} - \text{saving} = \text{resource gap}$) dan deficit perdagangan disebabkan karena ekspor lebih kecil dari impornya ($\text{ekspor} - \text{impor} = \text{tradegap}$). Disamping itu, masih ada defisit investasi dalam anggaran pemerintah karena penerimaan pemerintah dari pajak lebih kecil dari pengeluaran pemerintah ($\text{Tax} - \text{Government} = \text{fiscal gap}$).

Todaro (1998), berpendapat bahwa akumulasi pinjaman luar negeri merupakan suatu gejala umum yang wajar. Rendahnya tabungan dalam negeri tidak memungkinkan dilakukannya investasi secara memadai sehingga pemerintah negara-negara berkembang harus menarik dana pinjaman dan investasi dari luar negeri. Bantuan luar negeri dapat memainkan peranan yang sangat penting dalam usaha Negara yang bersangkutan guna mengurangi kendala utamanya yang berupa kekurangan devisa serta untuk mempertinggi tingkat pertumbuhan ekonominya.

2. Kelebihan dan Kelemahan Pinjaman Luar Negeri

Tabel 4. Kelebihan dan Kelemahan Pinjaman Luar Negeri

No	Kelebihan	Kelemahan
1.	Pembiayaan pembangunan (pengeluaran pemerintah) melalui pinjaman luar lebih baik daripada melalui penarikan pajak atau pencetakan uang. Pembiayaan pengeluaran pemerintah yang dibiayai pinjaman luar negeri akan mendorong laju pertumbuhan ekonomi. Sedangkan jika pengeluaran pemerintah dibiayai dari pajak, maka pendapatan masyarakat yang siap dibelanjakan akan berkurang dan konsumsi juga menurun selanjutnya akan memperkecil permintaan agregat/masyarakat dan mengekang laju pertumbuhan pendapatan.	Apabila pinjaman luar negeri harus ditempuh dengan menekan konsumsi dan investasi, maka permintaan agregat/masyarakat akan menurun selanjutnya akan menghambat dan mengurangi tingkat pendapatan nasional.
2.	Negara-negara kreditur sering mempergunakan hasil pembayaran bunga dan pinjaman itu untuk membeli (impor) barang-barang dan jasa-jasa dari negara debitur, sehingga ekspor negara debitur meningkat.	Pemerintah akan terkena beban langsung dari pinjaman luar negeri. Selama jangka waktu tertentu, beban pinjaman langsung dapat diukur dengan jumlah pembayaran bunga dan cicilan pinjaman terhadap kreditur.
3.	Meskipun beban pinjaman langsung itu tetap besarnya, beban riil langsung akan berbeda-beda sesuai dengan proporsi sumbangan anggota masyarakat terhadap pembayaran pinjaman luar negeri tersebut. Jika pembayaran itu dibebankan terutama kepada golongan kaya, beban riil langsung itu akan lebih ringan daripada kalau pembayaran itu dibebankan pada golongan miskin.	Adanya beban riil langsung yang di derita pemerintah berupa kerugian dalam bentuk kesejahteraan ekonomi (guna/utility) yang hilang karena adanya pembiayaan cicilan pinjamandan bunga.
4.	Dengan berakhirnya program IMF pemerintah Indonesia telah menyusun program stabilisasi makro ekonomi secara komprehensif yang dituangkan dalam white paper sebagai salah satu bentuk penerapan unsur transparansi atas komitmen dan akuntabilitas dalam melaksanakan program pembangunan.	Dari aspek pinjaman luar negeri, keluarnya pemerintah Indonesia dari program IMF membawa konsekuensi berupa tertutupnya peluang pemerintah terhadap akses penjadwalan kembali pinjaman luar negeri bilateral yang jatuh tempo melalui forum Paris Club.

3. Risiko Pinjaman Luar Negeri

Risiko merupakan kerugian yang mungkin timbul akibat dari suatu kondisi dan dapat menimbulkan kerugian. Risiko sulit untuk dihindari dalam pengelolaan pinjaman.

Risiko dapat muncul akibat lebih besarnya biaya aktual yang terjadi dalam pengelolaan pinjaman dibandingkan dengan biaya yang semula diperkirakan. Risiko disebut juga sebagai tingkat ketidakpastian *return* yang akan diterima investor atas asetnya. Dalam manajemen *debt portfolio*, risiko sebenarnya adalah peluang terjadinya kerugian yang dapat ditoleransi oleh pembuat kebijakan untuk memformulasikan *portfolio* yang optimal yaitu portofolio yang memberikan risiko paling kecil pada tingkat *return* yang diharapkan atau yang memberikan *return* paling tinggi pada tingkat risiko tertentu.

Dalam pelaksanaan strategi pinjaman luar negeri tersebut, pemerintah menemukan berbagai permasalahan pinjaman terutama karena adanya beberapa risiko seperti dibawah ini :

a. *Fiscal Sustainability Risk*

Merupakan risiko terhadap kesinambungan fiskal. Dalam hal ini dikhawatirkan pinjaman Indonesia yang besar dapat memberatkan beban APBN sehingga memperburuk kondisi perekonomian.

b. *Refinancing Risk*

Merupakan risiko terkait proses refinancing pinjaman. Risiko yang paling dominan dalam hal ini adalah risiko karena terjadinya pergerakan nilai tukar. Di

Indonesia yang umum terjadi adalah sepanjang APBN masih defisit maka pinjaman yang jatuh tempo harus dibiayai dengan penerbitan pinjaman baru. Disamping itu, masalah lain adalah Indonesia belum belum mempunyai pasar domestic yang dapat menyerap surat pinjaman pemerintah dalam jumlah yang sangat besar karena pasar domestic sendiri belum likuid dan masih rentan terhadap perubahan tingkat suku bunga.

c. *Market Risk*

Market risk yang besarnya tergantung dari komposisi pinjaman. Dengan komposisi besarnya pinjaman dalam mata uang asing yang cukup besar (48%), Indonesia dianggap sangat riskan terhadap apresiasi mata uang asing. Disamping itu, berdasarkan komposisi pinjaman diketahui bahwa 68% dari pinjaman pemerintah adalah dalam bentuk *fixed rate* dan 32% dalam bentuk *variabel rate*.

d. *Operational Risk*

Merupakan risiko yang terjadi disebabkan masalah operasional sehingga dapat menurunkan kepercayaan investor dan pada gilirannya akan meningkatkan *cost of borrowing*.

Pinjaman sangat rentan terhadap berbagai risiko yaitu tambahan beban atau biaya pinjaman atau pinjaman dalam APBN secara signifikan baik berupa risiko pembiayaan kembali akibat struktur jatuh tempo yang tidak seimbang maupun risiko pasar akibat perubahan suku bunga dan nilai tukar. Risiko- risiko tersebut secara terus-menerus harus dikelola dengan sebaik-baiknya agar krisis fiskal dapat dihindari,

dengan menerapkan praktik-praktik pengelolaan pinjaman negara terbaik sesuai standar yang berlaku secara internasional.

IMF dan Bank Dunia secara sederhana mendefinisikan kesinambungan pinjaman luar negeri suatu negara sebagai kemampuannya dalam memenuhi kewajiban berjalan dan yang akan datang secara penuh tanpa perlu adanya penjadwalan kembali atau tunggakan. Sementara itu, Uni Eropa memiliki *fiscal-financial programme* sebagai panduan stabilitas fiskal financial negara-negara anggotanya. Kesinambungan *fiscal-financial programme* suatu negara didefinisikan sebagai ketiadaan risiko gagal bayar, yaitu tingkat pinjaman harus lebih kecil dibandingkan nilai sekarang semua surplus anggaran primer di masa yang akan datang.

Pengelolaan pinjaman pemerintah merupakan strategi dan taktik yang diterapkan untuk mengelola portofolio pinjaman pemerintah berdasarkan risiko dan biaya yang timbul secara efektif dan efisien dalam rangka memenuhi kebutuhan pembiayaan pemerintah dan untuk mencapai tujuan pengelolaan pinjaman pemerintah. Dilihat dari perspektif tujuan pengelolaan, berbagai teori mengenai pengelolaan pinjaman pemerintah secara optimal telah menekankan bermacam-macam tujuan. Menurut Wolswijk dan de Haan (2005), tujuan pengelolaan pinjaman pemerintah mencakup stabilitas makroekonomi, pengembangan pasar keuangan domestik, mendukung kebijakan moneter, dan meminimasi biaya dan risiko yang timbul.

Cakupan tujuan kestabilan makroekonomi tersebut membedakan pengelolaan pinjaman pemerintah dengan pengelolaan pinjaman swasta dimana pertimbangan

akan biaya yang menjadi faktor dominan. Bahkan Tobin (1963), menyebutkan bahwa pengelolaan pinjaman pemerintah utamanya digunakan sebagai sarana menuju stabilitas makroekonomi dengan minimasi biaya bunga serta risiko yang melekat.

Dengan demikian, menurut Tobin demi kemajuan ekonomi penerbitan surat pinjaman yang baru seharusnya dikonsentrasikan kepada jangka waktu yang panjang.

Sementara itu dalam pedoman pengelolaan pinjaman yang disusun oleh World Bank dan IMF (2003), dinyatakan bahwa tujuan utama dari pengelolaan pinjaman adalah memastikan bahwa kebutuhan pembiayaan pemerintah dan kewajiban pembayarannya dapat dipenuhi dengan biaya yang seminimal mungkin dalam jangka menengah sampai jangka panjang pada tingkat risiko yang aman. Tujuan tersebut jelas sangat penting untuk mengurangi ketidakpastian yang akan dialami pemerintah terkait dengan adanya *trade off* antara biaya yang dikeluarkan dan risiko yang dapat ditolerir.

Harinowo (2004), mengajukan tiga rekomendasi dalam pengelolaan pinjaman kontemporer Indonesia. Salah satunya adalah jika dilihat asalnya pinjaman pemerintah berkembang dari hanya pinjaman luar negeri menjadi campuran antara pinjaman luar negeri dan domestik. Oleh karena itu, pengelolaannya harus mempertimbangkan berbagai variabel makro dan internasional seperti tingkat bunga, nilai tukar dan inflasi.

Berdasarkan kajian Direktorat Internasional BI 2009, pengelolaan pinjaman yang dilakukan secara tidak tepat berisiko meningkatkan biaya atas perekonomian. Para

investor cenderung akan membebankan biaya tambahan atas ketidakpastian dalam kerangka kerja kebijakan pemerintah dan kondisi ekonomi dalam bentuk *risk premium*. Dengan demikian, pengelolaan pinjaman pemerintah secara tepat akan dapat menurunkan *risk premium* pinjaman luar negeri pemerintah. Risiko peningkatan *risk premium* tercermin dari sentiment negatif dari investor.

Sentimen tersebut pada akhirnya dapat mengakibatkan instabilitas pasar keuangan domestik dan meningkatkan kerentanan terhadap gangguan sector keuangan.

Walaupun dalam kondisi yang buruk, gangguan tersebut dapat memaksa pemerintah untuk memotong pengeluaran atas alokasi kebijakan pembangunan dan melakukan kebijakan peningkatan pajak. Pengelolaan pinjaman tak hanya mencakup pinjaman dan alokasi.

Dalam pemanfaatan sumber pembiayaan negara, perlu diperhatikan aspek-aspek manajemen risiko. Hal ini berkaitan dengan perbedaan karakteristik yang dimiliki oleh setiap negara debitur. Perbedaan karakteristik antara lain tingkat stabilitas dan pertumbuhan ekonomi, tata kelola (*corporate governance*) menyangkut akuntabilitas dan transparansi, dan risiko konflik internal yang berbeda.

Secara garis besar, pengelolaan pinjaman yang buruk dapat disebabkan oleh dua hal, yaitu buruknya analisa biaya dan buruknya analisa risiko. Dengan demikian, yang perlu dilakukan dalam pengelolaan pinjaman pada dasarnya adalah bagaimana melakukan analisa risiko dan tentunya juga analisa biaya dengan baik. Dalam rangka mencapai tujuan minimalisasi biaya tersebut, pengelola pinjaman perlu melakukan

inovasi, terutama dalam hal penggunaan instrumen dan teknik penjualan.

Sedangkan untuk mencapai tingkat risiko yang aman, manajemen risiko yang bersifat prudensial juga dirasakan penting sekali bagi pengelola pinjaman (*debt manager*) mengingat portofolio pinjaman pemerintah umumnya merupakan portofolio keuangan terbesar disuatu negara dengan struktur keuangan dan risiko yang kompleks dan berisiko yang dapat menimbulkan risiko substansial terhadap *balance sheet* milik pemerintah dan stabilitas keuangan Negara (Storkey, 2001).

Disamping itu, menurut IMF dan World Bank 2003, portofolio pinjaman pemerintah juga rentan terhadap kemungkinan gagal bayar dan besarnya kerugian yang mungkin akan ditanggung pemerintah. Pengalaman selama beberapa tahun terakhir menunjukkan bahwa terjadinya krisis pasar pinjaman telah menggambarkan betapa pentingnya praktek manajemen risiko yang sehat serta perlunya pasar modal domestik yang efisien dan berkembang dengan baik karena hal ini dapat mengurangi kerentanan kondisi ekonomi terhadap tekanan dan gangguan keuangan.

Dengan demikian, pengelolaan pinjaman memerlukan kerangka manajemen risiko untuk memudahkan dalam mengidentifikasi dan mengatur *trade-off* antara biaya serendah mungkin yang diinginkan pada tingkat risiko yang aman dalam portofolio pinjaman pemerintah. Dalam konteks makroekonomi untuk kebijakan publik, pemerintah harus memastikan bahwa level dan tingkat pertumbuhan pinjaman pemerintah berada dalam kondisi yang berkesinambungan. Selain itu, strategi pengelolaan pinjaman yang tepat perlu dilakukan untuk mengatasi risiko yang

mungkin timbul dari tingginya level pinjaman.

Menurut kajian direktorat internasional Bank Indonesia pada tahun 2009, beberapa indikator yang dapat digunakan sebagai alat ukur kinerja pinjaman luar negeri antara lain indikator yang bias menunjukkan tingkat solvabilitas, indikator kekuatan devisa, dan indikator likuiditas. Indikator-indikator tersebut ditunjukkan dengan rasio antara persentase Produk Domestik Bruto (PDB) yang disisihkan untuk membayar pinjaman (rasio pinjaman terhadap PDB), rasio devisa yang harus disisihkan dari ekspor untuk pelunasan pinjaman (rasio pinjaman terhadap ekspor) serta rasio pembayaran pinjaman terhadap ekspor (*Debt Service Ratio* atau DSR). Selain itu, terdapat rasio sustainabilitas pinjaman lainnya seperti rasio pinjaman sektor publik, rasio pinjaman publik terhadap PDB dan rasio pinjaman publik terhadap pajak.

4. Pembayaran Pinjaman

Idealnya, pinjaman pemerintah segera diselesaikan sesuai persyaratan sebagaimana layaknya sebuah kewajiban. Rose (2002), menyebutkan tiga alasan mengapa suatu negara sebaiknya membayar pinjamannya terutama pinjaman luar negeri yaitu adanya risiko penyitaan asset menghindari reputasi yang buruk dan mencegah penurunan keuntungan dalam perdagangan internasional. Negara yang menderita defisit dalam neraca pembayarannya akan mengalami posisi yang kurang menguntungkan dalam perdagangan internasional.

Beberapa faktor yang seharusnya jadi bahan pertimbangan dalam membuat keputusan pinjaman antara lain:

- a. Proyek yang didanai dengan pinjaman harus sejalan dengan strategi dan prioritas nasional serta berhubungan dengan rencana investasi publik.
- a. Efisiensi sumber dana yang digunakan berhubungan dengan keuntungan yang didapat dari perbedaan *inflow* dan biaya pinjaman. Berarti tingkat *return* dari program investasi diharapkan lebih banyak daripada bunga yang harus dibayarkan.
- b. Pertumbuhan output dan ekspor secara riil diharapkan lebih besar dibandingkan biaya pinjaman.

Jika dilihat dari sudut pandang peminjam, pinjaman eksternal dibedakan berdasarkan jangka waktunya yaitu pinjaman jangka panjang, jangka menengah atau jangka pendek. Pinjaman eksternal sektor publik dan *publicly guaranteed* dapat dibedakan menjadi berbagai kategori sebagai berikut :

- a. Pinjaman langsung pemerintah pusat, yaitu pinjaman yang dibuat oleh pemerintah pusat atau pemerintah lokal yang penyediaan dananya didapat dari anggaran pemerintah pusat.
- b. Pinjaman pemerintah pusat yang dijamin yaitu pinjaman yang dibuat oleh perusahaan publik atau swasta dan dijamin oleh pemerintah pusat. Pemerintah lokal dan perusahaan publik membayar pinjaman obligasi namun obligasi ini mungkin adalah *contingent liability* yang berasal dari anggaran pemerintah pusat dan merupakan kasus pinjaman yang gagal.

- c. Pinjaman langsung dari perusahaan publik yang tidak dijamin yaitu pinjaman dibuat secara langsung oleh perusahaan publik dibayar oleh perusahaan publik dan tidak dijamin oleh pemerintah pusat. Hal tersebut meliputi pinjaman langsung oleh pemerintah lokal dan tidak dijamin oleh pemerintah pusat. Walaupun nantinya apabila pinjaman tersebut gagal maka akan diurus oleh pemerintah pusat.

Hubungan antara pinjaman luar negeri dengan posisi tawar dalam perdagangan internasional sangat jelas. Hal ini menjadi serius ketika mitra dagang adalah negara kreditur itu sendiri. Negara kreditur dapat menjatuhkan sanksi berupa embargo atau pengalihan impornya dari negara debitur. Selain itu, kreditur juga dapat menolak perluasan kredit perdagangan kepada debitur. Rose (2002), menunjukkan bahwa renegotiasi pinjaman merupakan solusi tepat menghindari penurunan volume perdagangan dengan negara kreditur jika keadaan likuid terjadi.

Eaton dan Fernandez (1995), mengidentifikasi faktor biaya reputasi sebagai penyebab utama mengapa pemerintah merasa harus memenuhi semua kewajibannya. Keduanya menyoroti biaya repudiasi yang ditanggung oleh rakyat, potensi melakukan pinjaman berlebih dan restrukturisasi sebagai jalan keluar. Berat atau tidaknya beban pinjaman tergantung pada ukuran pinjaman. Jika pemerintah tidak mampu memenuhi kewajibannya, maka harus dilakukan negosiasi ulang. Secara normatif, sanksi adalah alternatif final. Prinsipnya adalah tanggung jawab publik suatu rezim. Baik debitur maupun kreditur harus memikirkan bagaimana caranya menanggung beban suatu sanksi pinjaman tanpa merugikan rakyat.

Kraay dan Nehru (2004), menunjukkan adanya periode kesulitan pinjaman dimana suatu negara terpaksa mengambil *exceptional financing* melalui beberapa kemungkinan yaitu:

1. Melakukan tunggakan substansial pada hpinjaman luar negerinya
2. Menerima pengampunan hpinjaman dari *Paris Club*
3. Menerima *non-concessional BOP support* dari IMF dengan *non-concessional Standby Arrangements* atau *Extended Fund Facilities (SBA/EFF)*. Sementara *non-distress episode* adalah periode dimana tidak ada dari 3 indikator di atas yang terjadi.

Menurut Kraay dan Nehru (2004), tiga faktor yang menjadi penyebab kesulitan pinjaman adalah beban pinjaman kualitas institusi dan kebijakan serta *shocks* yang mempengaruhi pertumbuhan PDB riil. Untuk negara dengan pertumbuhan rendah dan kebijakan yang lemah tingkat pinjaman 200 persen dari ekspor konsisten dengan *debt distress* 25 persen. Sementara negara dengan pertumbuhan tinggi bisa mentolerir 300 persen rasio pinjaman terhadap ekspor dengan probabilitas *distress* yang sama.

Risiko *debt distress* seharusnya diperhitungkan ketika menentukan *terms* dan modalitas transfer sumber daya pada negara berpendapatan rendah. Hal ini bertujuan untuk memastikan bahwa sumber daya tersedia untuk menjaga probabilitas *debt distress* yang dapat dikelola. Pada saat yang sama juga memastikan bahwa bantuan ditujukan kepada negara dengan kebijakan dan institusi yang baik. Di negara-negara berkembang, kemauan membayar pinjaman (*willingness to repay*) akan terjadi jika

nilai yang diharapkan (*expected value*) dari meminjam kepada kreditur lebih besar daripada jika debitur mengambil alternatif pendanaan yang lain (Belloc dan Vertova, 2001).

5. Overlapping Generations Model

Analisis dari sebuah *overlapping generation model* menunjukkan bagaimana beban dari sebuah pinjaman dapat ditransfer lintas generasi (Rossen, 2002). Dalam model Lerner, suatu generasi terdiri dari setiap orang yang hidup pada suatu waktu serta diasumsikan bahwa populasi terdiri dari suatu jumlah yang sama dari anak muda, usia pertengahan, dan orang tua. Lerner beranggapan bahwa ketika pemerintah meminjam dari warga negaranya sendiri, maka kewajiban yang ada adalah sebuah pinjaman internal.

Menurut Lerner (1948), adanya pinjaman internal tidak menciptakan beban bagi generasi di masa depan. Para anggota generasi masa depan meminjamnya ke orang lain. Ketika pinjaman dibayar, ada sebuah transfer pendapatan dari satu kelompok warga negara. Bagaimanapun juga generasi masa depan secara keseluruhan tidak lebih buruk dalam hal di mana tingkat konsumsinya adalah sama seperti yang telah ada. Seperti yang dikatakan oleh penulis abad ke-18 Melon ‘tangan kanan meminjamkan ke tangan kiri’ (Musgrave 1985 dalam Rossen, 2002).

Hal ini cukup berbeda ketika sebuah negara meminjam dari luar negeri untuk mendanai pengeluaran saat ini. Ini disebut sebagai pinjaman eksternal. Dengan beranggapan bahwa uang yang dipinjam dari luar negeri digunakan untuk mendanai

konsumsi saat ini, maka generasi masa depan tentu menanggung sebuah beban, karena tingkat konsumsinya dikurangi oleh satu jumlah yang sama dengan pinjaman ditambah dengan bunga yang ditambahkan yang harus dikirimkan ke penyedia dana dari luar negeri.

Jika di sisi lain, pinjaman digunakan untuk mendanai akumulasi modal hasilnya tergantung pada pro-duktivitas proyek. Jika pendapatan marginal dari investasi adalah lebih besar biaya marginal dana yang diperoleh dari luar kombinasi pinjaman dan pengeluaran modal benar-benar membuat generasi masa depan menjadi lebih baik. Namun, ketika pendapatan proyek lebih kecil daripada biaya marginal generasi masa depan adalah lebih buruk (Rossen, 2002).

6. Model Neoklasik

Rossen (2002), mengemukakan bahwa model-model antar generasi yang dibahas sejauh ini tidak mengindikasikan adanya fakta bahwa keputusan-keputusan ekonomi dapat dipengaruhi oleh kebijakan pinjaman pemerintah dan perubahan-perubahan dalam keputusan-keputusan ini memiliki akibat-akibat bagi mereka yang menanggung beban pinjaman. Namun, ada anggapan bahwa pajak-pajak yang dibebankan untuk membayar pinjaman tidak mempengaruhi perilaku kerja ataupun tabungan. Model neoklasik tentang pinjaman menekankan bahwa ketika pemerintah memulai sebuah proyek baik didanai oleh pajak-pajak atau pinjaman sumber dayadipindahkan dari sektor swasta. Seseorang biasanya menganggap bahwa ketika pendanaan pajak digunakan, sebagian besar sumber-sumber yang berpindah masuk

pada pengeluaran konsumsi. Di sisi lain, ketika pemerintah meminjam maka akan bersaing untuk dana-dana tersebut dengan individu-individu dan perusahaan-perusahaan yang menginginkan uang bagi proyek-proyek investasi pribadi mereka. Oleh karena itu, pada umumnya ada anggapan bahwa pinjaman memiliki efek paling besar pada investasi pribadi. Dalam kaitan di mana asumsi-asumsi ini adalah benar pendanaan pinjaman meninggalkan generasi masa depan dengan sebuah stok modal yang lebih kecil, *ceteris paribus* (Rossen, 2002).

Dengan demikian, para anggota dari generasi ini kurang produktif dan cenderung memiliki pendapatan-pendapatan riil yang lebih kecil daripada yang telah ada sekarang ini. Maka pinjaman memberikan sebuah beban bagi generasi-generasi masa depan melalui dampaknya pada pembentukan modal. Adanya asumsi bahwa pinjaman pemerintah mengurangi investasi pribadi memainkan sebuah peran penting dalam analisis neoklasik. Ketika pemerintah meningkatkan permintaannya untuk kredit, tingkat suku bunga yang merupakan harga dari kredit meningkat. Tetapi jika tingkat suku bunga meningkat, investasi pribadi menjadi lebih mahal dan efek selanjutnya akan menyebabkan turunnya tingkat investasi tersebut.

7. Model Ricardian

Barro (1974), mengemukakan bahwa ketika pemerintah meminjam, para anggota dari generasi 'tua' menyadari, bahwa keturunannya akan semakin buruk. Anggapan lebih lanjut bahwa generasi tua akan peduli terhadap kesejahteraan dari keturunan-keturunannya dan oleh karena itu tidak ingin tingkat konsumsi keturunannya akan

berkurang di masa datang. Hipotesis provokatif Barro tentang ketidakrelevanan kebijakan fiskal pemerintah telah menjadi subyek dari banyak perdebatan. Beberapa menolak pemikiran yang didasarkan pada asumsi-asumsi yang luar biasa ini. Informasi tentang implikasi-implikasi dari defisit anggaran saat ini terhadap akan adanya beban-beban pajak di masa depan tidaklah mudah diperoleh. Oleh karena dalam kenyataannya, bahkan tidaklah mudah dan jelas berapa besar pinjaman yang sebenarnya. Kritikan lain yang cukup mendasar adalah bahwa orang tidak berpandangan jauh dan akan melakukan antisipasi seperti yang diperkirakan dalam model ini.

Di sisi lain, dapat dikatakan bahwa ujian terakhir dari teori ini bukanlah logika dari asumsi-asumsinya tetapi apakah ini mengarahkan pada prediksi-prediksi yang dipastikan oleh data atau tidak. Menurut pandangan kaum yang cenderung skeptis bahwa pada awal tahun 1980-an, ada banyak peningkatan dalam defisit anggaran negara. Jika model Ricardian adalah benar, maka dapat diharapkan tabungan pribadi atau swasta meningkat secara sepadan. Pada waktu yang bersamaan pula, defisit anggaran federal meningkat bagaimanapun juga tabungan / penghematan swasta / pribadi (relatif terhadap produk rata-rata nasional) akan turun pula (Rossen, 2002).

8. Krisis Pinjaman dan Pembayaran Cicilan Pinjaman serta bunga

Berdasarkan teori three gap model, hubungan antara besarnya pembayaran data runtun waktu (time series) periode cicilan serta bunga pinjaman adalah positif.

Semakin tinggi jumlah pinjaman luar negeri maka jumlah cicilan dan bunga yang harus dibayar juga akan meningkat (Supriyanto, 1999).

Krisis pembayaran pinjaman luar negeri suatu negara terjadi jika memenuhi tiga persyaratan berikut ini (Eaton dan Taylor, 1986):

1. Tidak sanggup membayar (*insolvent*) atau tidak mampu membayar pinjaman dalam jangka panjang.
2. Tidak likuid (*illiquid*), yakni mereka tidak mempunyai cukup uang untuk membayar kewajiban saat jatuh tempo.
3. Tidak punya keinginan untuk membayar.

Pada kondisi pertama dan kedua sangat berhubungan dengan kemampuan suatu negara dalam memenuhi kewajiban-nya, dalam arti suatu negara mempunyai keinginan untuk membayar tetapi tidak mampu memenuhi kewajiban tersebut karena menghadapi masalah kekurangan devisa luar negeri sedangkan masalah terakhir lebih disebabkan oleh tidak adanya keinginan untuk membayar (*unwillingness to pay*) yang bisa saja dikarenakan adanya keuntungan-keuntungan ekonomis yang akan diraih atau karena alasan politis lainnya.

Krisis pinjaman dapat terjadi dalam berbagai bentuk :

1. Negara atau kreditur menerima penundaan pembayaran cicilan namun tetap menerima pembayaran bunga pada jadwal yang telah disepakati.
2. Kreditur menunda baik pembayaran kembali cicilan maupun bunganya sekaligus.

Disamping kedua bentuk ini, masih banyak lagi variasi lain dari krisis pinjaman ini dan perlakuan dari kreditur terhadap penundaan ini juga bervariasi, misalnya pada kasus tertentu kreditur bersedia memperpanjang masa jatuh tempo (*maturity*) tetapi dengan menaikkan tingkat bunga pinjaman. Sementara dalam kasus yang lain justru tingkat suku bunga yang diturunkan sebagai upaya untuk mengurangi beban pinjaman negara yang bersangkutan.

D. Teori Dual Analysis Gap

Kebutuhan sumber dana luar negeri yang disebabkan karena kebutuhan dana investasi tidak dapat dipenuhi oleh sumber dana dalam negeri dapat dijelaskan menggunakan teori Dual Analysis Gap (Analisis Dua Kesenjangan). Akibat adanya kesenjangan antara tabungan nasional yang berhasil dihimpun dengan besarnya jumlah dana yang diperlukan untuk membiayai investasi domestic baik yang dilakukan pemerintah maupun swasta, maka sumber-sumber pembiayaan asing dan dalam negeri dicari untuk menutupi kesenjangan tersebut.

Pembiayaan dapat dilakukan dengan meningkatkan tabungan nasional dalam negeri melalui kebijakan menekan pengeluaran (*expenditure dampening policy*). Dalam decade terakhir, pembiayaan dalam negeri juga dilakukan dengan penerbitan Surat Berharga Negara (SBN). Jika pembiayaan dalam negeri belum cukup, maka diperlukan alternative lain yaitu pinjaman luar negeri dan penanaman modal asing.

Analisis kesenjangan ganda terdiri dari kesenjangan perdagangan luar negeri, kesenjangan tabungan dan kesenjangan anggaran pemerintah. Hubungan antara

kesenjangan itu dapat diamati melalui identitas pendapatan nasional (National Account Identity atau NAI). (Alun dalam Tesamaris, Nurhayati 2005).

a. NAI dari sisi pendapatan

$$Y = C + S + T$$

Dimana Y adalah pendapatan nasional, C adalah konsumsi, S adalah tabungan masyarakat, dan T adalah pajak yang harus dibayar.

b. NAI dari sisi pengeluaran

$$Y = C + G + I + (X-M)$$

Dimana G adalah konsumsi pemerintah, I adalah investasi, X adalah ekspor dan M adalah impor.

Dari persamaan diatas dapat ditulis hubungan antara kesenjangan berikut :

$(S - I) + (T + G) = (X - M)$ atau $(M - X) = (I - S) + (G - T)$ dimana $(M - X) =$ Trade Gap, $(I - S) =$ Resource Gap, dan $(G - T) =$ Fiscal Gap.

Berdasarkan persamaan diatas dapat disimpulkan bahwa deficit neraca berjalan dapat dicerminkan dari adanya deficit investasi – tabungan, deficit fiscal pemerintah, dan deficit perdagangan luar negeri.

a. Defisit Investasi – Tabungan

Pembentukan modal merupakan unsur penting dalam pembangunan ekonomi pada negara berkembang, perekonomian biasanya mengalami kelangkaan modal.

Tetapi sumber-sumber alam domestiknya memiliki banyak jenis kegiatan perluasan ekspor yang memerlukan modal relative banyak. Salah satu sumber pembentukan modal adalah tabungan, baik dalam negeri maupun luar negeri.

Apabila timbul kesenjangan sumber antara investasi yang dikehendaki dengan tingkat tabungan maka sumber-sumber asing perlu dicari untuk menutupi kesenjangan itu.

b. Defisit Fiskal Pemerintah

Sebagian besar pendapatan pemerintah berasal dari pajak. Pelaksanaan pemungutan pajak dinegara berkembang biasanya lebih sulit dibandingkan di negara-negara maju. Kesulitan pemungutan pajak di negara berkembang disebabkan oleh terbatasnya keterampilan, fasilitas-fasilitas pemungutan pajak dan struktur ekonomi. Hal ini mengakibatkan peningkatan penerimaan jauh lebih lambat dibandingkan pengeluarannya. Alternative pembiayaan yang sering dipilih adalah pinjaman luar negeri.

c. Defisit Perdagangan Luar Negeri

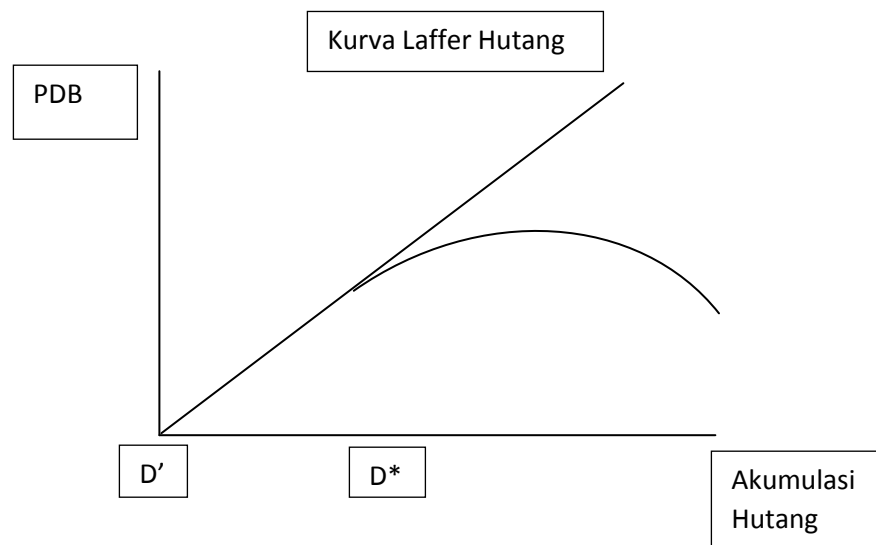
Pada awal pembangunan ekonomi suatu negara, neraca perdagangan umumnya tidak menguntungkan, karena nilai impor lebih besar dari ekspor. Sedangkan produk ekspor yang banyak dihasilkan berupaproduk primer yang kondisi pasarnya tidak stabil. Dari sisi penawaran, produk ini akan mengalami persaingan ketat diantara negara berkembang lain. Sehingga cenderung memberikan nilai ekspor yang rendah. Di sisi lain, impor yang dilakukan negara berkembang sebagian besar berupa barang-barang yang elastic pendapatnya lebih besar dari satu seperti perlengkapan militer dan alat transportasi. Karena itu untuk menutupi kesenjangan pada neraca perdagangan diperlukan pinjaman luar negeri.

Pinjaman luar negeri yang dilakukan pemerintah memiliki dampak terhadap ketahanan fiskal (fiscal sustainability). Salah satu interpretasi dari ketahanan fiskal yaitu keadaan dimana pemerintah dapat memenuhi pengeluarannya dengan pendapatan sendiri tanpa tergantung pada pinjaman. Interpretasi lain secara structural sama tapi secara substansial berbeda yaitu, jika pemerintah mampu memenuhi pengeluaran operasional termasuk investasi dengan pendapatannya sendiri, seperti pajak dan fee, serta predetermined level dari transfer dan pinjaman. Kesamaan keduanya adalah sustainability mempunyai tiga aspek yaitu tingkat pendapatan (level of revenue), tingkat pengeluaran (level of expenditures), dan selisih keduanya (the deficits). Indikator utama fiskal yang sustainable atau tidak adalah ukuran defisitnya dan apakah ukuran tersebut akan mengecil atau membesar di masa mendatang (Slack dan Bird dalam, Manurung 2008).

Sedangkan menurut Manurung sendiri fiscal sustainability adalah kemampuan fiskal untuk mengimplementasikan berbagai kebijakan dan program pemerintah dengan mempertahankan stabilitas makro ekonomi dengan titik berat memelihara agar rasio pinjaman negara terhadap PDB tetap konstan. Jadi, ketahanan fiskal merupakan kemampuan pemerintah mengendalikan variable-variabel fiskal (pengeluaran dan penerimaan) untuk menjaga kestabilan perekonomian dengan memelihara rasio pinjaman terhadap PDB.

E. Kurva Laffer

Elbadawi et.al (1997) dalam studi telah membuktikan bahwa akumulasi pinjaman luar negeri yang terjadi karena meningkatnya kebutuhan untuk melunasi utang-utang yang lalu akan berdampak negative terhadap investasi dan pertumbuhan ekonomi setelah melampaui batas tertentu.



Gambar 5. Kurva Laffer Utang

Gambar ini menunjukkan hubungan antara investasi dan pertumbuhan ekonomi serta akumulasi hutang, pada semua titik sebelah kiri D' setiap kenaikan utang akan menghasilkan investasi baru dan PDB. Pada titik D' baik investasi dan PDB mulai meningkat namun dengan laju yang lebih rendah sehingga mencapai puncaknya pada titik D^* dimana keduanya menurun pada setiap kenaikan utang. Titik D^* dengan sendirinya menjadi batas dimana akumulasi utang memiliki pengaruh negative terhadap investasi dan pertumbuhan ekonomi.

Pada awal perkembangan suatu Negara wajar bila dibutuhkan dana yang sangat besar bagi investasi dan pertumbuhan ekonominya, jika tabungan dalam negeri belum cukup maka cara termudah yaitu dengan melakukan pinjaman luar negeri. Pinjaman luar negeri berdampak positif bagi investasi dan pertumbuhan ekonomi di situasi tertentu. Pinjaman luar negeri akan menimbulkan masalah jika dana tersebut tidak diinvestasikan pada kegiatan produktif yang menghasilkan tingkat pengembalian devisa yang tinggi untuk menutupi pembayaran bunga (Suhud, 2004 dalam Fairuz, 2010).

F. Teori Debt Overching

Pada tingkat akumulasi utang yang besar ternyata justru akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi yang rendah. Hal ini dikarenakan dalam jangka panjang utang akan lebih besar daripada kemampuan membayar negara debitur, biaya dari bunga utang diperkirakan akan mendesak investasi domestik dan asing dan akhirnya menghambat pertumbuhan ekonomi (Pattilo, 2002).

Debt overhang hipotesis menunjukkan bahwa utang akumulasi bertindak sebagai pajak dimasa depan output, mengecilkan produktif rencana investasi sector swasta dan usaha penyesuaian dipihak pemerintah. Jadi, bahkan setelah beberapa perbaikan dalam produksi ekonomi, dapat menyimpulkan pembayaran utang yang lebih tinggi, karena utang luar negeri bertindak seperti pajak dimasa depan produksi dan ekspor (Alioglu, Erbil, Arbil, Salman. 2004).

“debt overhang” teori yang menunjukkan bahwa jika ada beberapa kemungkinan dimasa depan utang akan lebih besar daripada kemampuan pembayaran Negara. Sachs (1986) berpendapat bahwa overhang utang luar negeri memainkan peran penting dalam utang banyak Negara. Jadi, debt overhang adalah salah satu alasan utama untuk memperlambat pertumbuhan ekonomi dalam hutang Negara.

Afxentiou dan Serletis (1996) jika pinjaman luar negeri yang dikonversi menjadi modal input lain yang diperkirakan, pembangunan akan terjadi. Disisi lain, jika peminjam Negara sumber daya atau limbah mereka konsumsi maka pembangunan ekonomi dilakukan negative.

G. Fundamental Ekonomi dan Faktor yang Mempengaruhi Pinjaman Luar Negeri Indonesia

Analisis fundamental adalah analisis yang didasarkan pada situasi dan kondisi ekonomi, politik dan keamanan secara global dan juga tiap-tiap negara yang menerbitkan pinjaman. Analisis fundamental merupakan salah satu bentuk analisa investasi yang sering digunakan untuk melakukan memperkirakan harga dan risiko suatu saham atau obligasi pergerakan mata uang atau derivative berdasarkan faktor-faktor fundamental. Faktor-faktor fundamental yang sering dilihat adalah kondisi makro suatu negara dibandingkan dengan negara lain. Meliputi faktor politik, faktor keuangan (kebijakan moneter dan fiskal), faktor eksternal (regional), dan faktor ekonomi (PDB, tingkat inflasi, neraca pembayaran, tingkat pengangguran dll).

Dalam menganalisa faktor-faktor yang mempengaruhi kondisi fundamental perekonomian suatu negara, indikator ekonomi adalah salah satu factor yang tidak dapat dipisahkan dan merupakan bagian penting dari keseluruhan faktor fundamental itu sendiri. Seiring dengan kemajuan di bidang ilmu pengetahuan dan teknologi, untuk mendapatkan sumber informasi terkini, seorang investor juga sering menggunakan informasi yang berasal dari komputer, misalnya melalui Dow Jones Telerate, Reuters, maupun Bloomberg. Indikator-indikator ekonomi yang sering digunakan dalam analisis fundamental yaitu pertumbuhan ekonomi (PDB), tingkat inflasi kondisi fiskal, neraca berjalan dll.

1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Pertumbuhan ekonomi adalah proses dimana terjadi kenaikan produk nasional bruto riil atau pendapatan nasional riil. Jadi perekonomian dikatakan tumbuh atau berkembang bila terjadi pertumbuhan output riil. Definisi pertumbuhan ekonomi yang lain adalah bahwa pertumbuhan ekonomi terjadi bila ada kenaikan output perkapita. Pertumbuhan ekonomi menggambarkan kenaikan taraf hidup diukur dengan output riil per orang. Produk domestik bruto (*gross domestic product*) adalah nilai pasar dari semua barang dan jasa akhir (*final*) yang diproduksi dalam sebuah negara pada suatu periode (Mankiw, 2006). PDB yang tumbuh dengan cepat menunjukkan perekonomian berkembang dengan peluang yang berlimpah bagi perusahaan untuk meningkatkan penjualan.

2. Inflasi

Dalam ilmu ekonomi, inflasi adalah suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus (kontinu) berkaitan dengan mekanisme pasar dapat disebabkan oleh berbagai factor antara lain konsumsi masyarakat yang meningkat atau adanya ketidak lancaran distribusi barang.

Munfii (2011), inflasi adalah naiknya harga-harga komoditi secara umum yang disebabkan oleh tidak sinkronnya antara program pengadaan komoditi (produksi, penentuan harga, pencetakan uang, dan sebagainya) dengan tingkat pendapatan yang dimiliki oleh masyarakat. Inflasi merupakan fenomena ekonomi yang sering terjadi pada perekonomian suatu negara. Gejala-gejala inflasi pada perekonomian ditandai dengan kenaikan harga-harga secara umum dan berlangsung secara terus menerus ini akan memengaruhi dan berdampak luas dalam berbagai bidang baik ekonomi, sosial maupun politik.

Menurut A.P. Lehner, inflasi adalah keadaan dimana terjadi kelebihan permintaan (*excess demand*) terhadap barang-barang dalam perekonomian secara keseluruhan (Anton H. Gunawan, 1991). Menurut Boediono (1995), kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali bila kenaikan tersebut meluas kepada atau mengakibatkan kenaikan sebagian besar dari barang-barang lain.

Menurut definisi ini, kenaikan harga yang sporadis bukan dikatakan sebagai inflasi.

Munfii (2011) juga mengatakan bahwa angka inflasi merupakan suatu indikator ekonomi yang dapat digunakan dalam mengambil berbagai langkah dibidang

ekonomi. Kenaikan angka inflasi atau laju inflasi adalah tingkat persentase kenaikan harga dari beberapa indeks harga dari suatu periode ke periode lainnya.

3. Keseimbangan Fiskal

Menurut *financial glossary*, keseimbangan fiskal adalah selisih antara jumlah pendapatan pajak dengan pengeluaran pemerintah. Jika nilainya positif maka mengalami surplus fiskal dan jika sebaliknya mengalami defisit fiskal.

✓ **Penerimaan Pajak**

Pengertian pajak menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 28 Tahun 2007 tentang Ketentuan Umum dan Tata Cara Perpajakan pasal 1 :

“Pajak adalah kontribusi wajib pajak kepada negara yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan Undang-Undang, dengan tidak mendapatkan imbalan secara langsung dan digunakan untuk keperluan negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat”.

✓ **Pengeluaran Pemerintah**

Pengeluaran pemerintah mencerminkan kebijakan pemerintah. Apabila pemerintah telah menetapkan suatu kebijakan untuk membeli barang dan jasa, pengeluaran pemerintah mencerminkan biaya yang harus dikeluarkan oleh pemerintah untuk melaksanakan kebijakan tersebut (Mangkoesebroto, 1994).

Pengeluaran pemerintah mempunyai dasar teori yang dapat dilihat dari identitas keseimbangan pendapatan nasional yaitu $Y = C + I + G + (X-M)$ yang merupakan sumber legitimasi pandangan kaum Keynesian akan relevansi campur tangan pemerintah dalam perekonomian. Dari persamaan diatas dapat ditelaah bahwa kenaikan atau penurunan pengeluaran pemerintah akan menaikkan atau menurunkan pendapatan nasional.

Banyak pertimbangan yang mendasari pengambilan keputusan pemerintah dalam mengatur pengeluarannya. Pemerintah tidak cukup hanya meraih tujuan akhir dari setiap kebijaksanaan pengeluarannya. Tetapi juga harus memperhitungkan sasaran antara yang akan menikmati kebijaksanaan tersebut. Memperbesar pengeluaran dengan tujuan semata-mata untuk meningkatkan pendapatan nasional atau memperluas kesempatan kerja adalah tidak memadai. Melainkan harus diperhitungkan siapa yang akan terpekerjakan atau meningkat pendapatannya. Pemerintah pun perlu menghindari agar peningkatan perannya dalam perekonomian tidak melemahkan kegiatan pihak swasta (Dumairy, 1997)

4. Neraca Berjalan

Current account atau neraca berjalan mencatat selisih antara ekspor barang dan jasa serta impor barang dan jasa. Jika impor melebihi eksportnya maka negara mengalami neraca berjalan defisit dan sebaliknya jika ekspor yang lebih besar dibandingkan importnya maka negara mengalami neraca berjalan surplus.

Dalam penelitian Rowland 2004, neraca berjalan merupakan salah satu indikator yang mengukur arah dan besarnya pinjaman internasional. Besarnya defisit neraca berjalan menunjukkan perekonomian sangat bergantung pada dana dari luar negeri.

Defisitnya neraca berjalan yang tetap (persisten) menyebabkan suatu pertumbuhan dalam pinjaman luar negeri, hal ini akan menyebabkan ketidakmantapan perekonomian dalam jangka panjang. Selain itu juga menyebabkan semakin besarnya risiko gagal bayar yang terjadi. Oleh karena itu, neraca berjalan merupakan salah satu variabel yang *solvent*.

✓ Ekspor

Ditinjau dari sudut pengeluaran, ekspor merupakan salah satu faktor terpenting dari Gross Nasional Product (GNP), sehingga dengan berubahnya nilai ekspor maka pendapatan masyarakat secara langsung juga akan mengalami perubahan. Di lain pihak, tingginya ekspor suatu negara akan menyebabkan perekonomian tersebut akan sangat sensitif terhadap keguncangan-keguncangan atau fluktuasi yang terjadi di pasaran internasional maupun di perekonomian dunia.

Kegiatan ekspor adalah sistem perdagangan dengan cara mengeluarkan barang-barang dari dalam negeri ke luar negeri dengan memenuhi ketentuan yang berlaku. Ekspor merupakan total barang dan jasa yang dijual oleh sebuah negara ke negara lain, termasuk diantara barang - barang, asuransi, dan jasa-jasa pada suatu tahun tertentu. Ekspor merupakan barang dan jasa yang diproduksi di dalam negeri yang dijual secara luas ke luar negeri (Mankiw, 2006).

✓ Impor

Impor dapat diartikan sebagai pembelian barang dan jasa dari luar negeri ke dalam negeri dengan perjanjian kerjasama antara 2 negara atau lebih. Impor juga bisa dikatakan sebagai perdagangan dengan cara memasukkan barang dari luar negeri ke wilayah Indonesia dengan memenuhi ketentuan yang berlaku (Hutabarat, 1996).

Impor ditentukan oleh kesanggupan atau kemampuan dalam menghasilkan barang-barang yang bersaing dengan buatan luar negeri. Yang berarti nilai impor tergantung dari nilai tingkat pendapatan nasional negara tersebut. Semakin tinggi pendapatan nasional, semakin rendah menghasilkan barang-barang tersebut, maka impor pun semakin tinggi. Sebagai akibatnya banyak kebocoran dalam pendapatan nasional.

Perubahan nilai impor di Indonesia sangat dipengaruhi oleh situasi dan kondisi sosial politik, pertahanan dan keamanan, inflasi, kurs valuta asing serta tingkat pendapatan dalam negeri yang diperoleh dari sektor-sektor yang mampu memberikan pemasukan selain perdagangan internasional. Besarnya nilai impor Indonesia antara lain ditentukan oleh kemampuan Indonesia dalam mengolah dan memanfaatkan sumber yang ada dan juga tingginya permintaan impor dalam negeri.

H. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian sebelumnya telah meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan pinjaman luar negeri Indonesia :

Tabel 5. Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1	Edwards (1983)	Hubungan pinjaman luar negeri drid aniko gagal bayar suatu Negara	Analisis empiris menggunakan data dari tahun 1976-1980. Hasilnya menunjukkan bahwa investor cenderung memperhatikan karakteristik ekonomi suatu negara sebelum memberikan pinjaman. Diantara beberapa faktor yang signifikan mempengaruhi <i>spread</i> terdapat satu faktor yang sangat dominan yaitu rasio pinjaman terhadap PDB dengan koefisien mendekati 0,6.
2	Budina dan Mantchev (2000)	Determinan harga <i>Brady Bond</i> Bulgaria bulan Juni 1994 – Juli 1998	Penelitian ini mencoba untuk mengetahui apakah faktor fundamental domestik berpengaruh terhadap <i>spread</i> dari obligasi Bulgaria. Selain itu apakah faktor-faktor eksternal seperti nilai tukar nominal terhadap Mexico dan krisis yang terjadi di Asia juga mempengaruhi <i>spread</i> dari obligasi Bulgaria. Dalam penelitian ini disimpulkan bahwa dalam jangka panjang, <i>gross foreign reserves</i> dan ekspor memiliki efek positif terhadap harga obligasi. Sedangkan nilai tukar riil dan depresiasi nilai tukar nominal Mexico memiliki efek negatif.
3	Nogues&Grandes(2001)	Analisis faktor-faktor penentu <i>spread</i> atau penyebaran <i>Country Risk</i>	Dengan menggunakan data bulanan periode 1994 sampai 1998, ditemukan bahwa <i>spread</i> ini dipengaruhi oleh : ekspektasi pertumbuhan ekonomi, deficit fiskal, rasio pembayaran pinjaman terhadap ekspor dan laju pertumbuhannya, efek contagion, gangguan eksternal termasuk pergerakan suku bunga internasional, dan gangguan politik.
4	Min (1998)	Analisis determinan <i>yield obligasi</i> dalam valuta US Dollar	Penelitian ini menggunakan 11 negara berkembang dalam kurun waktu 1991-1995 Hasilnya adalah bahwa perbedaan <i>spread</i> obligasi antar negara tersebut ditentukan oleh rasio pinjaman terhadap PDB, rasio cadangan luar negeri terhadap <i>PDB</i> , rasio pembayaran pinjaman terhadap ekspor, rasio antara tingkat pertumbuhan ekspor dan impor, tingkat inflasi, <i>net foreign asset</i> (NFA), Indeks <i>termoftrade</i> (TOT), dan nilai tukar riil. Penelitian ini menyimpulkan bahwa kemampuan mengakses pasar luar negeri sangat ditentukan oleh factor fundamental dalam negeri. Oleh karena itu disarankan agar negara-negara berkembang yang ingin mencari akses yang lebih besar terhadap pasar obligasi internasional, harus meningkatkan fundamental makroekonominya.

5	Goldman Sachs (Adeset.al. (2000)	Memodelkan <i>spread sovereign</i> negara berkembang sebagai fungsi dari variabel-variabel ekonomi	Dengan menganalisa data bulanan 15 negara berkembang sejak Januari 1996 sampai dengan Mei 2000, diperoleh beberapa variable yang memiliki efek signifikan terhadap <i>spread</i> yaitu tingkat pertumbuhan PDB, total amortisasi eksternal sebagai rasio dari cadangan luar negeri, rasio pinjaman luar negeri terhadap PDB, keseimbangan fiskal, rasio ekspor terhadap PDB, nilai tukar riil missalignment, tingkat suku bunga internasional, dan pengalaman sebelumnya dari negara tersebut.
6	Rowald & Torres (2004)	Mengidentifikasi faktor-faktor penentu <i>spread US treasuries</i> dari pasar negara-negara berkembang	Dengan menggunakan data 16 negara berkembang yang menerbitkan obligasi pemerintah periode tahun 1998 sampai dengan 2002 diperoleh hasil bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi <i>spread</i> antara lain laju pertumbuhan ekonomi, rasio pinjaman terhadap PDB, rasio cadangan devisa terhadap PDB, rasio pinjaman terhadap ekspor, rasio ekspor terhadap PDB, dan rasio pembayaran pinjaman terhadap PDB.
7	Direktorat Internasional Bank Indonesia (2009)	Faktor-faktor yang mempengaruhi <i>yield</i> obligasi global pemerintah Indonesia	Dengan menggunakan data periode tahun 2004 sampai dengan tahun 2009 dengan menambahkan factor eksternal. Berdasarkan hasil estimasi determinansi <i>yield</i> dari obligasi global pemerintah, ternyata hanya tingkat inflasi yang signifikan mempengaruhi <i>yield</i> obligasi global pemerintah Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat inflasi sebagai variabel harga yang mencerminkan tingkat kedisiplinan pemerintah cukup berperan penting dalam mempengaruhi <i>yield</i> . Sedangkan pada saat estimasi dengan menambahkan faktor-faktor eksternal, diperoleh hasil bahwa cadangan luar negeri yang merupakan variable likuiditas dan indeks VIX yang mencerminkan sentiment atau volatilitas pasar yang berpengaruh terhadap <i>yield</i> obligasi global pemerintah Indonesia.