

DAMPAK PENERBITAN OBLIGASI PEMERINTAH

Friska Parulian

Abstract

This paper is written in order to explain all about the act of issuing government bonds in Indonesia. It starts with the background, which was the collapse of many banks, then, the consequences of this act. The huge number of these bonds relative to all variables in economy such as M1, M2, and also GDP will make some problems in the future. It will burden the budget by worsening the deficit and also influence the allocation. Furthermore it has crowding out effect to the private sector. Another big problem is how to market these bonds. Facing the condition of capital market that still underdeveloped, it will be difficult to sale the bonds. At the last part of this paper, some suggestions that can be implemented in order to solve some of the problems are offered, especially about the development of the capital market.

I. PENDAHULUAN

Krisis yang terjadi di Indonesia sejak pertengahan tahun 1997 telah membawa suatu perubahan keadaan yang cukup drastis dalam perekonomian Indonesia. Krisis yang terjadi mencakup krisis dalam nilai tukar rupiah (sebagai akibat ketidakmampuan Bank Indonesia mempertahankan nilai tukar Rupiah pada batas ambang yang telah ditentukan), dan krisis dalam sistem perbankan nasional (sebagai akibat lemahnya aturan prudensial perbankan sehingga memungkinkan sektor perbankan meminjam dari luar negeri untuk membiayai ekspansi kredit di dalam negeri).¹

Jika sebelum krisis kita biasa menutup defisit *current account* dengan capital inflow - baik yang berupa *foreign direct investment*, *portfolio investment* maupun *foreign loan to government* - dengan situasi seperti sekarang ini tampaknya sumber-sumber tersebut kurang dapat diharapkan bisa membantu. Karena itulah pemerintah memutuskan untuk mengeluarkan obligasi pemerintah (dalam negeri) sebagai salah satu harapan sumber dana.

Penerbitan obligasi-obligasi negara di dalam negeri saat ini memang bukanlah yang pertama kalinya. Hal ini pernah dilakukan sebelumnya pada tahun 1946, 1950, 1959, dan tahun 1964 berupa pinjaman negara dan obligasi-obligasi negara dalam negeri, yang tentu saja memiliki latar belakang dan tujuan yang berbeda dengan yang terjadi saat ini.

Dalam kenyataannya, penerbitan obligasi pemerintah tidak selalu berjalan dengan lancar. Kenyataan kurangnya respons/tanggapan dari para pelaku pasar dan ketatnya persaingan di pasar obligasi mengakibatkan obligasi ini sulit untuk bersaing di pasar. Selain itu penerbitan obligasi pemerintah tentunya memiliki berbagai implikasi bagi kondisi makroekonomi kita, antara lain kewajiban untuk membayar bunga obligasi dan pokok hutang yang besar oleh pemerintah, yang tentunya akan memberikan tekanan kepada APBN.

Dalam makalah ini akan dipaparkan proses masuknya obligasi pemerintah ke pasar, apa saja tantangan yang dihadapi olehnya, dan bagaimana upaya yang perlu dilakukan agar obligasi tersebut bisa laku/bersaing di pasar. Selain itu juga akan dikaji apa saja implikasi dari penerbitan ini dalam kaitannya dengan kondisi perekonomian kita dan upaya pemulihan perekonomian.

¹ Anwar Nasution, "Krisis Sistem Keuangan dan Dunia Usaha" (Makalah pada Seminar Moneter kerjasama IMC dan KADIN, Bandung, 27 Nopember 1997), hlm. 1.

II. DASAR TEORI

II.1. Persamaan *Government Financing Constraint*²

Persamaan *government financing constraint* dalam bentuk nominal dapat ditulis sebagai berikut :

$$P_t G_t - P_t T_t + (1+r)P_{t-1} B_{t-1} = P_t B_t + M_t - M_{t-1} \dots\dots\dots (I)$$

Dimana

- $P_t G_t$: pengeluaran nominal pemerintah pada tahun t
- $P_t T_t$: penerimaan pajak nominal
- $P_t G_t - P_t T_t$: defisit/surplus anggaran nominal pada tahun t, di luar pembayaran bunga hutang nasional
- r : tingkat suku bunga nominal pembayaran hutang nasional
- $P_{t-1} B_{t-1}$: nilai nominal hutang nasional selama periode t-1 dan t
- $P_t B_t$: nilai nominal hutang nasional pada periode t
- $M_t - M_{t-1}$: perubahan pada *high-powered money* (M0) yang dikeluarkan antara periode t-1 dan t

Persamaan di atas dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

- Bagian kiri persamaan menunjukkan besarnya defisit anggaran pemerintah saat ini ($P_t G_t - P_t T_t$) yang harus dibiayai, dan komponen pembayaran bunga dan pokok hutang periode lampau yang harus dibayar.
- Bagian kanan persamaan menunjukkan cara untuk membiayainya. Pertama, pemerintah dapat berhutang dengan biaya sebesar $P_t B_t$ baik dengan penerbitan surat hutang di dalam negeri maupun meminjam dari luar negeri. Kedua, pemerintah dapat membiayainya dengan meminjam dari Bank Sentral, atau dengan kata lain dengan "mencetak uang".

Dari persamaan di atas, kita juga dapat mengetahui dampak dari cara pembiayaan defisit anggaran pemerintah. Pada kenyataannya ada empat cara yang umum digunakan untuk membiayai defisit, yaitu:³

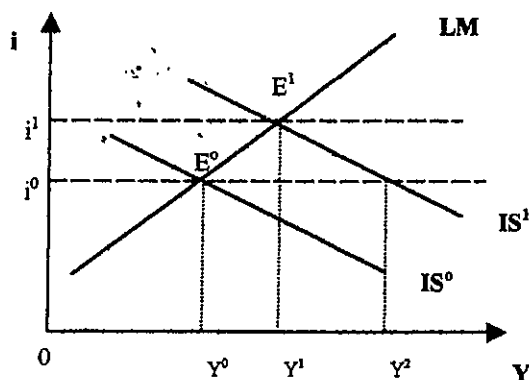
- **Meminjam dari Bank Sentral (*monetizing the deficit*)**
Pinjaman Pemerintah dari Bank Sentral pada dasarnya merupakan suatu penciptaan akan *high-powered money* dan merupakan sumber utama inflasi dalam suatu perekonomian.
- **Meminjam dari keseluruhan sistem perbankan.**
Tidak seperti kasus di atas, meminjam dari bank-bank umum tidak secara otomatis menciptakan tambahan uang beredar. Jika Bank Sentral tidak mengakomodasi permintaan tambahan kredit, bank-bank umum tentunya akan dipaksa untuk mengurangi kredit yang diberikan ke sektor swasta. Fenomena ini dikenal sebagai

² Derak Lesley, *Advanced Macroeconomics : Beyond IS-LM*, (London, 1993) hlm. 8

³ R. Barth, W.Hemphill, *Financial Programming and Policy, The Case of Turkey* (Washington, 2000) hlm 72-74

crowding out effect, yang muncul karena adanya peningkatan tingkat suku bunga. Secara grafis dapat digambarkan sebagai berikut :

GAMBAR 1



➤ Pembiayaan defisit pemerintah dengan meminjam dana dari bank umum atau penerbitan obligasi membuat kurva IS bergerak dari IS^0 ke IS^1 , karena meningkatnya pengeluaran pemerintah. Hal ini mengakibatkan adanya kenaikan tingkat suku bunga dari i^0 ke i^1 . Jika tidak terjadi *crowding-out effect* akibat kenaikan i maka Y^0 harusnya bisa mencapai Y^2 , namun yang terjadi Y^0 hanya naik sampai sebesar Y^1 ($Y^1 < Y^2$).

□ ***Non-bank borrowing***

Pemerintah dapat menjual surat berharga kepada masyarakat. Cara ini seringkali dipertimbangkan sebagai cara paling efektif untuk menghindari resiko inflasi dan krisis eksternal. Tapi tindakan ini tetap memiliki efek *crowding out* terhadap sektor swasta dengan adanya tekanan peningkatan tingkat suku bunga. Selain itu, sebagai akibat naiknya tingkat suku bunga beban pembayaran di masa akan datang akan meningkat dan mengakibatkan defisit baru di masa mendatang. Jika peningkatan tingkat suku bunga riil lebih tinggi dari pertumbuhan ekonomi riil, maka penerbitan obligasi/surat hutang dapat mengancam kemampuan perekonomian untuk membayarnya.

□ ***External borrowing***

Pemerintah juga dapat meminjam dari sumber-sumber luar negeri maupun menjual surat hutang kepada *nonresidents*. Bagi banyak negara berkembang, adanya pinjaman luar negeri yang cukup besar di masa lampau dan kurangnya kepercayaan internasional telah membuat sumber-sumber ini semakin terbatas.

⁴ Arti Djaka

II.2. Beberapa Teori Obligasi Dalam Manajemen Keuangan

II.2.1. Apakah obligasi itu ?

Obligasi secara sederhana merupakan jenis surat hutang atau surat kesanggupan membayar jangka panjang yang dikeluarkan peminjam, berjanji membayar kepada pemegangnya, pembayaran dengan nilai bunga tetap setiap tahun⁴. Obligasi sering juga disebut sebagai *long-term debt security*, karena surat hutang ini bisa diperjualbelikan di pasar terbuka dengan jangka waktu minimum 5 (lima) tahun. Karena obligasi diperjualbelikan, maka semua sertifikat obligasi memiliki suatu *master loan agreement*, antara pihak yang mengeluarkan dan investor, sering disebut "*bond indenture*" yang isinya : *amount of the loan, rate of interest, schedule of interest payment, term, call feature* (jika ada), *refunding, dan collateral*.

II.2.2. Berbagai jenis hasil (*yield*)

Untuk memahami nilai dari suatu sekuritas maka kita harus memahami tiga bentuk dasar dari *yield*, yaitu :

- ✓ *Coupon (nominal) yield*. Jika suatu obligasi ditetapkan dengan suku bunga 8%, maka nilai ini jugalah yang merupakan *coupon yield*-nya.
- ✓ *Current yield*. Misalkan suatu obligasi dengan nilai nominal Rp 1.000.000,- dan tingkat suku bunga 8% dibeli seharga Rp 800.000,-. Karena membeli dengan harga lebih murah dan tetap memperoleh bunga sebesar Rp 80.000,- maka balas jasa yang diterima sebenarnya lebih besar yaitu : $80.000/800.000 = 10\%$. Dan karena obligasi ini dijual dengan harga lebih murah, maka dikatakan dijual "*at a discount*".
- ✓ *Yield to maturity*. Perhitungan *current yield* di atas belum memperhitungkan selisih antara nilai nominal obligasi dan harga belinya. Oleh karena itu digunakan konsep ini dimana :

$$\text{Yield to maturity} = \frac{\text{Coupon} + \text{Prorated Discount}}{(\text{Face value} + \text{Purchase price}) / 2}$$

dimana *prorated discount* diperoleh melalui pembagian selisih harga beli dengan nilai nominal, dengan jangka waktu (*maturity*) obligasi. Jadi untuk contoh sebelumnya, andaikan jangka waktu obligasi adalah 5 (lima) tahun, maka :

$$\text{YTM} = \frac{\text{Rp } 80.000 + \text{Rp } (200.000/5)}$$

⁴ Arthur J. Keown, et al., Basic Financial Management, terj. Chaerul D. Djakman (Jakarta, 1999), hlm.242

$$\begin{aligned}
 & \text{Rp } (1.000.000 + 800.000) / 2 \\
 & = \text{Rp } 1.200.000 \\
 & \quad \text{Rp } 900.000 \\
 & = 13,3\%
 \end{aligned}$$

II.2.3. Apakah yang menentukan harga suatu obligasi ?

Ketika suatu obligasi masuk ke pasar sekunder, maka ia juga terpengaruh oleh resiko terhadap suku bunga yang terjadi. Jadi harga obligasi juga bereaksi terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat suku bunga yaitu :

1. *Business Cycle*. Ketika iklim usaha cerah, maka orang berlomba-lomba untuk meminjam uang . Akibatnya tingkat suku bunga naik. Agar pasar obligasi bisa menarik sumber-sumber dana, maka *yield* dari obligasi tentunya harus ditingkatkan.
2. *Inflasi*. Ketika inflasi meningkat, tingkat suku bunga juga meningkat. Hal ini dikarenakan pihak pemilik dana harus mengkompensasi daya beli mereka yang menurun.
3. *Flow of Funds*. Para pialang tentunya menganalisa bagaimana aliran dana/modal dalam suatu perekonomian, sehingga dengan melihat sisi permintaan dan penawarannya, maka tingkat suku bunga masa akan datang dapat diproyeksi.⁵

Secara ringkas faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat suku bunga di pasar keuangan dapat dituliskan sebagai berikut :

$$k = k^* + \text{IRP} + \text{DRP} + \text{MP} + \text{LP} \dots\dots\dots (II)$$

dimana :

- k = tingkat bunga nominal sekuritas berpendapatan tetap
- k* = tingkat bunga bebas resiko yang riil, merupakan tingkat bunga yang diisyaratkan atas sekuritas berpendapatan tetap yang tidak memiliki resiko dan dalam lingkungan ekonomi dengan inflasi nol. Dapat dianggap sebagai tingkat bunga yang diminta investor atas sekuritas yang dikeluarkan pemerintah selama periode tidak terjadi inflasi.

- IRP = premi resiko inflasi
- DRP = premi resiko *default* (kegagalan membayar)
- MP = premi jatuh tempo
- LP = premi likuiditas

⁵ The New York Institute Of Finance, *How The Bonds Market Works* (New York , 1988), hlm 13

DAMPA

III.

III.1. K

meman
ini bera
memun
dalam
perbank
meminj
untuk el
kita me

TABEL

Neraca

• KA
• GI
• KR
- B
- B
P
• AK

perbank
properti
likuid. t
diberika
prinsip l

kecil, b
domina
umum k

perbank

III. LATAR BELAKANG PENERBITAN OBLIGASI PEMERINTAH

III.1. Kelemahan Sistem Perbankan Nasional

Sebelum terjadi krisis ekonomi 1997, sektor perbankan kita memang lemah dan rentan terhadap berbagai guncangan ekonomi. Hal ini berawal dari diberlakukannya Deregulasi Perbankan Pakto 88, yang memunculkan banyak bank-bank baru dan persaingan yang cukup ketat dalam mengumpulkan dana masyarakat. Lemahnya aturan prudensial perbankan juga telah memungkinkan bank-bank umum untuk meminjam dari sumber-sumber luar negeri yang seringkali digunakan untuk ekspansi kredit di dalam negeri. Untuk lebih jelasnya, ada baiknya kita melihat neraca suatu bank.

TABEL 1

Neraca Bank ABC

Aktiva	Pasiva
<ul style="list-style-type: none"> • KAS • GIRO PADA BI • KREDIT : <ul style="list-style-type: none"> - Berdasarkan sector - Berdasarkan subyek penerima : <ul style="list-style-type: none"> 1) Group 2) Non Group • AKTIVA LAINNYA 	<ul style="list-style-type: none"> • DEPOSITO MASYARAKAT • PINJAMAN : <ul style="list-style-type: none"> 1) Bank Sentral : <ul style="list-style-type: none"> - KLBI - BLBI 2) Commercial Paper • MODAL : <ul style="list-style-type: none"> 1) Bank Indonesia 2) Kredit Subordinasi 3) Modal Sendiri Pemilik

Dari sisi aktiva, jika dilihat berdasarkan sektor, di masa lampau perbankan kita terlalu memfokuskan pemberian kredit pada sektor properti (*real estate*), padahal jelas bahwa sektor ini cenderung kurang likuid. Sementara jika dilihat berdasarkan subyek penerima, kredit diberikan sebagian besar pada group sendiri, yang sudah tentu beberapa prinsip kehati-hatian dalam pemberian kredit cenderung diabaikan.

Dari sisi pasiva, besarnya modal sendiri dari pemilik sangatlah kecil, bahkan ada kecenderungan modal dari Bank Indonesia sangat dominan. Oleh karena itu jelas bahwa sejak semula banyak bank-bank umum kita yang *net-worth* nya negatif.

Sebagai akibat krisis ekonomi yang berkepanjangan, sektor perbankan kita berada di ambang kehancuran. Data yang ada

menunjukkan *total equity* dari seluruh Bank Umum pada tahun 1998 telah menjadi minus.

TABEL 2

NERACA GABUNGAN BANK UMUM

(MILIAR Rp)

AKTIVA	1997	1998	1999	PASIVA	1997	1998	1999
1. Alat Likuid (Reserves)	17,369	34,221	42,075	1.Saldo Rek.Giro	49,543	59,379	65,211
2. Aktiva Luar Negeri	46,810	115,657	94,457	2.Simpanan Berjangka	186,311	358,649	408,111
3. Tagihan Pada Sektor Pemerintah	21,580	27,613	287,462	3.Rek.Valuta Asing	90,972	117,478	112,111
4. Tagihan Pada Sektor Perush.& Perorangan	386,777	512,662	226,492	4.Pasiva Luar Negeri	70,434	97,842	74,111
5. Aktiva Lainnya	56,339	72,275	138,870	5.Rek.Pemerintah	13,281	19,710	21,111
				6.Jaminan Impor	1,419	2,417	1,111
				7.Utang Pada BI	23,008	112,947	33,111
				8.Modal	46,713	(98,542)	(21,111)
				9.Pasiva Lainnya	47,194	92,557	91,111
TOTAL	528,875	762,428	789,356	TOTAL	528,875	762,437	789,356

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, Desember 2000, Bank Indonesia

Tampak dari tabel-2 di atas bahwa pada akhir periode 1997 modal dari bank-bank komersial masih sebesar Rp 46.713 miliar, namun pada akhir tahun 1998 telah menjadi minus Rp 98.542 miliar. Sementara hutangnya terhadap BI meningkat pesat dari Rp 23.008 miliar menjadi Rp 112.947 miliar. Di samping itu, ternyata bank-bank pemerintah mendominasi permasalahan dalam sistem perbankan nasional.

III.2. Pentingnya Retrukturisasi Perbankan

Melihat perkembangan sektor perbankan yang cukup memprihatinkan ini, khususnya sejak likuidasi 16 bank pada tanggal 1 November 1997, pemerintah bersama IMF telah melakukan berbagai tindakan untuk menyelamatkan perbankan. Langkah-langkah tersebut terdiri dari dua kebijakan pokok, yaitu :

1. Kebijakan untuk membangun kembali sistem perbankan yang sehat melalui :
 - a. Program peningkatan permodalan perbankan
 - b. Penyempurnaan peraturan perundang-undangan

DA

2.

ban
dili
mei
Seli
mei
laya
den

telak
61 b
kate
meny
yang
perh
dari
dibut
untul
556.
Dewa

III.3.

U
dana
peme
jika d
maka
218,3

yi

⁶ Mohi
Ekono

- 1) Obligasi dengan tingkat suku bunga mengambang (*variabel rate*) dan ditetapkan secara periodik. Tujuannya adalah meningkatkan CAR bank dari minus menjadi nol persen. Pembayaran dilakukan 3 bulan sekali, jatuh tempo selama-lamanya 15 tahun.
- 2) Obligasi dengan tingkat bunga tetap (*fixed rate*), digunakan untuk meningkatkan CAR bank dari nol menjadi 4%. Pembayaran bunga 6 bulan sekali, tingkat suku bunga 12-14%, masa jatuh tempo selama-lamanya 15 tahun.
- 3) Obligasi yang diindeksasi dengan tingkat bunga 3% atas perubahan IHK, diperuntukkan untuk menutup kewajiban pemerintah kepada Bank Indonesia. Pembayaran bunga 6 bulan sekali, masa jatuh tempo selama-lamanya 20 tahun.

Berikut ini data posisi surat hutang dan obligasi pemerintah, yang telah diklasifikasikan :

TABEL 3

POSISI SURAT HUTANG DAN OBLIGASI PEMERINTAH

per 31 Januari 2001

No.	Program	Tanggal Terbit (bervariasi antara)	Jatuh Tempo (bervariasi antara)	Tingkat Bunga	Jumlah Pokok
					TOTAL
1	Program Penjaminan (BLBI)	25/9/98 - 28/5/99	1/10/17 - 1/12/18	3% pada pokok yg diindeks dengan perubahan IHK	Rp. 218,315,594,294,530
2	Kredit Program	29/12/99	10/12/09	SBI 3 bulan	Rp 9,970,000,000,000
3	Rekapitalisasi Perbankan Seri :				
	a. Fixed Rate	28/5/99 - 8/12/00	15/9/04 - 15/7/07	12% - 16%	Rp. 179,729,800,000,000
	b. Hedged-Bonds	28/12/99 - 31/10/00	25/3/01 - 25/12/02	SIBOR 3 bulan + 2% pada pokok yg diindeks dengan perubahan kurs Rp terhadap US \$	Rp. 26,328,062,000,000
	c. Variable Rate	28/5/99 - 7/4/00	25/7/02 - 25/7/09	SBI 3 bulan	Rp. 219,479,211,000,000
	TOTAL 3 (a+b+c) :				Rp. 425,537,093,000,000
	TOTAL :				Rp. 653,822,687,294,530

Sumber : Departemen Keuangan, 31 Januari 2001

Jika pada akhir 1998 diperkirakan biaya rekapitalisasi sebesar Rp 257.7 triliun, namun pada kenyataannya biaya ini terus membengkak. Hal ini tentunya akan memiliki berbagai dampak terhadap kondisi makroekonomi kita. Data terakhir biaya dari restrukturisasi perbankan (termasuk di dalamnya program rekapitalisasi perbankan) adalah sebagai berikut :

TABEL 4

THE COST OF BANK RESTRUCTURING

As of July 2000

	Bonds issued (Rp trillion)
Government	218
Program Credit	10
Recapitalization :	
- State banks	283
- Private banks	33
- Bank taken over	106
- Regional development banks	1
Non Recap Banks	9
TOTAL	659

Sumber : Prof.Dr. Anwar Nasution, *Bank Restructuring: Progress And Outlook*, 31/12/2000

Pertanyaan yang muncul dari beberapa uraian di atas adalah: **apa sebenarnya yang diharapkan dari program rekapitalisasi ini?**

Pada dasarnya keputusan merekapitalisasi perbankan merupakan suatu upaya untuk menunda pembayaran yang harus dilakukan, sebagai konsekuensi dari adanya program penjaminan (*blanket guarantee*) yang dilakukan pemerintah terhadap bank-bank komersial. Jika pada waktu itu pemerintah memutuskan untuk melikuidasi, maka selain *blanket guarantee*, maka pemerintah juga tentunya membutuhkan *cash* yang cukup besar. Dengan rekapitalisasi, pemerintah "hanya" mengeluarkan obligasi, dengan harapan adanya perbaikan kondisi keuangan sehingga di masa akan datang memiliki kemampuan untuk membayar.

Proses kerjanya adalah sebagai berikut :

- Dengan adanya program rekapitalisasi untuk bank-bank kategori B ke atas, maka diharapkan adanya peningkatan CAR. Hal ini terjadi karena pemerintah mengambil alih kredit-kredit bermasalah, dan sebagai gantinya diterbitkan Obligasi Pemerintah sebagai salah satu bentuk suntikan modal dari pemerintah.

- Obligasi selanjutnya akan muncul pada sisi aktiva bank-bank tersebut, sementara di sisi pasiva akan muncul komponen penyertaan modal pemerintah.

TABEL 5
Neraca Bank Setelah Rekapitalisasi

Aktiva	Pasiva
<ul style="list-style-type: none"> • Kas • Kredit • Obligasi • Aktiva Tetap • Lainnya 	<ul style="list-style-type: none"> • Deposito Masyarakat • Pinjaman • Modal : <ul style="list-style-type: none"> -Pemerintah -Pemilik

Per definisi, CAR merupakan rasio antara equity dengan aktiva tertimbang menurut resiko (ATMR). Jadi dengan adanya pengambilalihan kredit bermasalah dan penyertaan modal pemerintah (sebesar 80%), maka jelas bahwa *equity* akan naik, sementara ATMR akan turun.

$$(\text{Naik}) \text{ CAR} = \frac{\text{EQUITY} (\text{Naik})}{\text{ATMR} (\text{Turun})}$$

Penempatan Obligasi Pemerintah juga mengubah posisi komponen-komponen dalam neraca gabungan bank umum. Dari TABEL 2 tampak bahwa dari tahun 1998 ke tahun 1999 terjadi :

- **Peningkatan modal** dari minus Rp 98,542 miliar menjadi minus Rp 21,609 miliar.
 - **Penurunan nilai utang pada BI** dari Rp 112,947 miliar menjadi Rp 33,360 miliar. Hal ini terjadi karena adanya penerbitan surat utang oleh Pemerintah untuk mengganti dana BLBI yang digunakan dalam program penjaminan.
 - **Terjadi lonjakan yang cukup tinggi pada komponen tagihan pada sektor pemerintah** (dalam hal ini pemerintah pusat), yaitu dari Rp 690 miliar menjadi Rp 268,677 miliar.
- Kredit bermasalah dan aset milik bank-bank tersebut kemudian diambil alih dan dikelola oleh BPPN untuk selanjutnya dijual dengan (harapan) nilai yang lebih tinggi.
 - Obligasi yang ada pada bank-bank rekapitalisasi dapat dijual di pasar sekunder. Jika obligasi ini cukup laku, maka diharapkan kemampuan likuiditas bank-bank tersebut juga akan meningkat.

Dilihat dari prosesnya yang melibatkan banyak pihak, sudah tentu kenyataan yang terjadi belum tentu sesuai dengan harapan. Ada berbagai kendala yang muncul dalam pelaksanaannya, khususnya dalam hal pemasaran obligasi pemerintah dan upaya penjualan aset-aset bank tersebut. Pada bagian berikutnya, akan dikaji berbagai permasalahan yang timbul sebagai akibat penerbitan obligasi pemerintah ini.

IV. PERMASALAHAN DALAM PENERBITAN OBLIGASI DAN UPAYA PENGEMBANGAN PASAR OBLIGASI

IV.1. Permasalahan Dalam Pemasaran Obligasi Pemerintah

Permasalahan yang dihadapi dalam memasarkan obligasi pemerintah adalah sebagai berikut :

1. Kondisi pasar obligasi yang belum berkembang.⁷

Menurut Ghoon Ree, hal ini ditandai oleh :

- ❖ Tidak adanya patokan *yield curve*. Sampai saat ini di Indonesia belum ada patokan yang jelas untuk *long term yield curve*. Ketiadaan ini dapat menimbulkan biaya informasi yang dapat menghalangi pembentukan pasar yang efisien.
- ❖ Keterbatasan penawaran obligasi yang berkualitas. Penyebabnya antara lain adalah kredibilitas *issuer* yang rendah, perundangan yang kurang ketat dalam hal penerbitan obligasi, proses pengaturan investasi yang represif (khususnya bagi BUMN, dana pensiun, dan asuransi), dan adanya pembiayaan bank yang relatif lebih murah.
- ❖ *Demand* yang terbatas untuk obligasi.
- ❖ Infrastruktur perdagangan yang tidak memadai. Antara lain : pasar sekunder yang tidak likuid, ketiadaan *clearing and settlement system* (karena penggunaan sistem penjualan *over the counter*), dan masalah *rating agency* yang masih diragukan.

2. Kurangnya likuiditas obligasi.

Dari data transaksi di BES dan BEJ, tercatat bahwa pada tahun 1997 volume transaksi obligasi mencapai Rp 7.2 triliun, yang kemudian merosot menjadi Rp 4.9 triliun pada tahun 1998. Pada bulan September 1999 nilai ini turun lagi menjadi Rp 3.9 triliun. Bila jumlah transaksi ini dibandingkan dengan jumlah obligasi yang tercatat maka akan diperoleh persentase sebesar 48%(1997), 35% (1998), 31% (1999). Dan jika kita bandingkan dengan transaksi di pasar saham, maka untuk tahun yang sama diperoleh persentase

⁷ LPEM FE-UI, *Kajian Kebijakan Penerbitan Obligasi Pemerintah*, (Jakarta, 2000), hlm.4-1 - 4-4

sebesar 91%, 152%, dan 170%. Rendahnya volume transaksi obligasi menunjukkan bahwa obligasi kurang likuid.

TABEL 6
Kondisi Pasar Obligasi Tahun 1997 & 1999

	1997	1999
Nilai Emisi	Rp 7.2 triliun	Rp 0.5 triliun
Obligasi terdaftar	Rp 15 triliun	Rp 12.7 triliun
Volume transaksi	Rp 7.3 triliun	Rp 3.9 triliun
Rata-rata Kupon Obligasi	16.87%	15.43%

Sumber : Laporan Akhir Kajian Kebijakan Penerbitan Obligasi Pemerintah, LPEM

3. Daya serap pasar yang kurang dan karakteristik investor. Daya serap investor lokal di pasar modal Indonesia yang terbatas, mulai hengkangnya investor asing (lihat tabel 7), ditambah lagi dengan relatif kecilnya volume transaksi di pasar obligasi (lihat tabel 6), tentunya akan menekan pasar hingga mengakibatkan obligasi sulit untuk laku dan harganya akan jatuh.

TABEL 7
Proporsi Nilai Transaksi Lokal & Asing
1992 - 31/10/1999

Periode	Lokal (%)	Asing (%)
1992	40.92	59.08
1993	39.5	61.5
1994	29.83	70.17
1995	32.97	67.03
1996	39.66	60.34
1997	47.82	52.18
1998	58.31	41.69
1999	61.91	38.09

Sumber : BAPEPAM

Jika kita melihat dari sisi investor, di pasar obligasi pada umumnya yang dominan adalah institusi besar seperti dana pensiun (TASPEN), perbankan, dan asuransi (ASTEK). Namun sayangnya kemampuan investasinya lembaga-lembaga ini di Indonesia masih terbatas. Kembali ke TABEL 6, kecilnya volume transaksi yang terjadi menunjukkan bahwa para pembeli obligasi bersifat konservatif. Atau dengan kata lain membeli obligasi untuk menyimpannya sampai masa jatuh tempo.

4. *Time horizons* obligasi pemerintah yang relatif panjang dan tidak adanya kepastian ekonomi dan politik. Umumnya, obligasi pemerintah memiliki masa jatuh tempo lebih dari 5 (lima) tahun. Dalam jangka waktu yang cukup lama tersebut, investor tentunya memiliki *inflation risk* yang jauh lebih tinggi. Jika

tingkat suku bunga nominal (*coupon rate*) lebih rendah, maka investor akan mengalami *negatif yield*. Selain itu, adanya hubungan negatif antara tingkat suku bunga dan harga obligasi akan menambah kemungkinan *capital-loss* bagi investor. Dengan demikian jaminan kepastian akan tingkat inflasi yang cukup wajar tentunya dituntut oleh investor domestik maupun asing. Dengan kondisi perekonomian yang masih buruk, ditambah lagi dengan "pertikaian" politik yang kerap kali terjadi, tentu saja obligasi pemerintah menjadi kurang menarik bagi para investor.

Berikut ini data rasio-rasio obligasi pemerintah yang dapat menunjukkan kepada kita betapa besarnya jumlah obligasi dibandingkan dengan daya serap pasar dan ketersediaan dana masyarakat :

TABEL 8**Rasio-rasio Obligasi Pemerintah**

Rasio-rasio (dalam %)	
Rasio terhadap GDP 2000	53.930
Rasio terhadap M1	463.034
Rasio terhadap M2	90.776
Rasio terhadap total deposito	147.718
Rasio terhadap Pasar Uang Antar Bank	2314.253
Rasio terhadap SBI yang beredar	840.897
Rasio terhadap Obligasi yang <i>outstanding</i>	3001.403
Rasio terhadap nilai emisi saham	288.544
Rasio terhadap simpanan berjangka Perusahaan Asuransi di Bank Umum	22.284
memorandum (dalam milyar Rp) :	
Posisi Obligasi Pemerintah	653,822.69
GDP tahun anggaran 2000/2001	1,212,360.40
M1	141,204.00
M2	720,261.00
Total deposito pada Bank Umum	442,614.00
Pasar Uang Antar Bank	28,252.00
SBI yang beredar	77,753.00
Obligasi <i>outstanding</i>	21,783.90
Nilai Emisi Saham	226,593.60
Posisi simpanan berjangka (Rp dan valuta asing) perusahaan Asuransi di Bank Umum	29,341.00

Catatan : * Nilai total obligasi per 31/1/2001 ,
* Semua data (kecuali GDP) per November
2000

Sumber : Bank Indonesia, Departemen Keuangan.

Terlihat jelas sekali bahwa penerbitan obligasi pemerintah dalam rangka rekapitalisasi perbankan ini bukan hanya besar secara nominal, tetapi jika dibandingkan dengan beberapa besaran ekonomi yang ada jumlahnya pun ternyata sangat besar. Hal ini tentunya akan memiliki dampak bagi aktivitas perekonomian kita, khususnya upaya pemulihan ekonomi.

IV.2. Upaya Pengembangan Pasar Obligasi Pemerintah

Melihat berbagai kenyataan di atas, maka perlu dilakukan upaya untuk menciptakan suatu pasar obligasi Pemerintah yang aktif dan likuid. Beberapa hal yang perlu diperhatikan antara lain :

1. Pengembangan infrastruktur pasar yang mencakup⁸ :
 - o Sistem registrasi
 - o Kliring dan *settlement* yang transparan dan efisien
 - o *Market makers* yang aktif
 - o Pasar Repo yang aktif
 - o Kerangka regulasi yang transparan dan adil
 - o Keberadaan lembaga-lembaga penunjang lainnya (*credit rating agencies*, asosiasi *dealers* dan *brokers*, dll) yang senantiasa mengembangkan konvensi pasar yang diperlukan bagi berjalannya aktivitas perdagangan yang sehat dan efisien.

2. Strategi Pemasaran.

Dalam hal pemasaran, melihat besarnya nilai obligasi yang diterbitkan dan terbatasnya kemampuan pasar dalam negeri untuk menyerapnya, maka ada tiga hal yang perlu diperhatikan, yaitu:

- Sosialisasi instrumen.

Keterbatasan kemampuan investor domestik tentunya mengharuskan upaya yang gencar untuk memperkenalkan instrumen ini pada investor asing. Hal ini tidaklah mudah. Obligasi Pemerintah Indonesia harus lebih menarik dibanding obligasi-obligasi di negara lain. Selain itu sangat dibutuhkan kejelasan regulasi, transparansi, serta kondisi keamanan dalam negeri yang memadai.

- Kemudahan perdagangan (terkait erat dengan pengembangan infrastruktur pasar, point 1 di atas).

⁸ Fuad Rahmany, "Perkembangan Utang Pemerintah, Implikasinya Pada Upaya Pemulihan Ekonomi", (disampaikan pada Wisuda ke-IX dan Dies Natalies XII STEKPI, Jakarta 21/10/2000), hlm.8

- Ukuran dan periode (*timing*) penerbitan.

Penerbitan yang telah dilakukan di *primary market* beberapa tahun yang lalu ukurannya besar sekali, padahal pasarnya terbatas. Akibatnya obligasi terpaksa dijual *at discount* (di bawah nilai nominalnya). Oleh karena itu peranan *timing* akan sangat menentukan harga obligasi pemerintah di pasar sekunder. Dengan demikian tambahan dana yang bisa diperoleh pemerintah dalam upaya pemulihan ekonomi pun akan berkurang.

3. Pengembangan *feature* tambahan⁹

Feature tambahan merupakan perangkat-perangkat yang digunakan dalam masa transisional untuk mendorong terciptanya perkembangan pasar, seperti pendirian *discount house*, *Repo*, *bonds and interest rate future*, *secondary market window* dan *credit lines*. Sebagai contoh, dengan adanya *secondary market window* (dukungan terhadap pembentukan pasar yang dilakukan oleh Bank Sentral dengan menjual atau membeli obligasi dari *dealer* dengan persyaratan tertentu), maka resiko yang ditanggung *dealer* akibat rendahnya likuiditas pasar akan berkurang. Hal ini diharapkan dapat mengundang *market makers*.

4. Adanya kredibilitas Pemerintah di mata masyarakat internasional maupun nasional.

Pengembangan pasar obligasi yang aktif dan likuid tentunya juga dipengaruhi oleh kemampuan pemerintah untuk menjamin adanya stabilitas politik dan keamanan, serta komitmen yang kuat untuk melaksanakan program pemulihan ekonomi secara efektif dan transparan. Kredibilitas Pemerintah akan menentukan *credit rating* obligasi yang diterbitkannya dan besar kecilnya premi yang timbul akibat adanya *country risk*. Untuk saat ini rating Indonesia (*sovereign rate*) yang dikeluarkan oleh Standard & Poor's memang tidak menguntungkan, yaitu CCC, yang berarti : *poor quality, clear danger of default*.¹⁰ Peringkat yang buruk tentu saja mempengaruhi tingkat suku bunga obligasi (*coupon rate*). Secara umum, *rating* dan *coupon rate* memiliki hubungan terbalik: semakin baik *rating* suatu obligasi, maka tingkat bunga yang ditawarkan akan semakin rendah. Hal ini dimungkinkan karena kredibilitas si penerbit sudah menjadi bagian dari *return* yang ditawarkan.

⁹ LPEM, *Op. Cit.*, hlm.4-22 et Seq.

¹⁰ The Asian Wall Street Journal, *Guide To Understanding Money & Investing*, (New York: Dow Jones,2000), hlm.91

V. Dampak Penerbitan Obligasi Terhadap Upaya Pemulihan Ekonomi Dan Pentingnya Kemampuan Manajemen Hutang Pemerintah

V.1. Berbagai Dampak Yang Timbul

Keputusan Pemerintah untuk menyelamatkan sektor perbankan telah meningkatkan jumlah hutang dalam negerinya secara signifikan. Sampai saat ini (per 31 Januari 2001) total hutang pemerintah dalam bentuk penerbitan surat hutang telah mencapai Rp 653.822 triliun. Jika ditambah dengan hutang luar negeri (\$57,180 juta) yang ada, maka jumlah total hutang Pemerintah Indonesia telah mencapai Rp 1,417.9 triliun (asumsi nilai tukar Rp 10,000/US\$).

Jumlah ini sangatlah besar jika dibandingkan dengan nilai PDB tahun 2000 yang besarnya Rp 1,212.3604 triliun. Atau dengan kata lain rasio total utang pemerintah terhadap GDP saat ini telah mencapai 116.91%.

Jumlah hutang pemerintah yang besar ini haruslah mendapat perhatian yang serius, khususnya dalam hal yang menyangkut **komposisi, struktur jatuh tempo, dan beban bunga dari hutang** yang bisa memberikan dampak yang luas terhadap proses pemulihan ekonomi, baik dari sisi fiskal; moneter, maupun neraca pembayaran.¹¹

Selain indikator rasio utang terhadap GDP dan rasio biaya bunga plus cicilan hutang luar negeri terhadap ekspor, ada beberapa hal penting yang harus diperhatikan, yaitu :

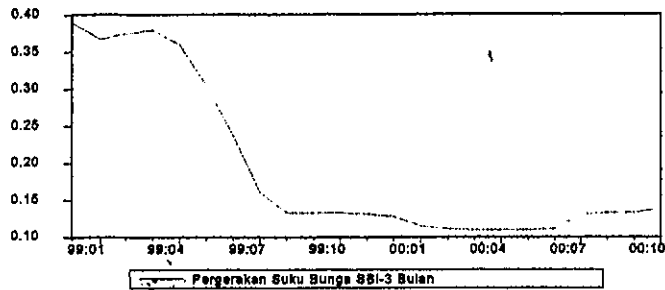
- o Resiko terhadap perubahan nilai tukar (*currency risk*). Resiko ini memiliki kaitan yang erat dengan hutang luar negeri pemerintah.
- o Resiko tingkat suku bunga (*interest rate risk*). Resiko ini cukup penting untuk kita cermati. Jika kita melihat dari komposisi dari obligasi pemerintah menurut jenis tingkat suku bunganya (tabel 3), dapat diketahui bahwa porsi terbesar dari obligasi pemerintah untuk rekapitalisasi perbankan adalah *variable bonds* (51.577%). Hal ini membuat *exposure* yang tinggi terhadap resiko kenaikan tingkat suku bunga. Dari hasil perhitungan *sensitivity analysis* diketahui bahwa setiap 1% kenaikan tingkat suku bunga SBI 3 bulan, maka diperkirakan biaya bunga akan meningkat sebesar Rp 2.2 triliun per tahunnya.¹²

Berikut gambaran pergerakan suku bunga SBI 3 bulan selama periode 12/1998 – 11/2000:

GAMBAR 2

¹¹ Rahmany, *Op. Cit.*, hlm.3.

¹² *Ibid.* hlm.5

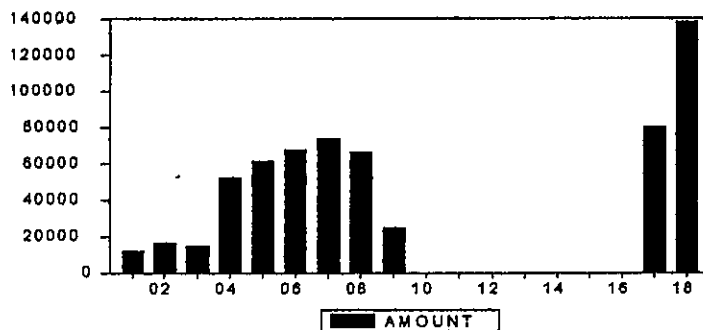


Sumber: Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, Bank Indonesia, Desember 2000.

Tampak bahwa fluktuasi pergerakan tingkat suku bunga SBI 3 bulan cukup besar, walaupun terlihat trend penurunan tingkat suku bunga.

- o Ketimpangan dalam struktur jatuh temponya. Hal ini berkaitan dengan *refinancing risk*, yaitu kemampuan untuk membiayai kembali hutang-hutang yang telah jatuh tempo. Dalam penerbitan obligasi pemerintah tampak jelas sekali terjadi ketimpangan pada struktur jatuh temponya, seperti yang tergambar di bawah ini :

GAMBAR 3



Ket: Sumbu horizontal menunjukkan tahun jatuh tempo, sedangkan sumbu vertikal menunjukkan nilai total obligasi pemerintah yang jatuh tempo dalam miliar Rp.

Sumber : Departemen Keuangan , diolah.

Dari gambar di atas bisa kita lihat bahwa dalam waktu dekat sebagian besar obligasi pemerintah akan jatuh tempo, yaitu pada periode 2004 – 2009 dengan puncaknya pada tahun 2007. Artinya, dalam beberapa tahun mendatang pemerintah harus memiliki dana yang cukup besar untuk melunasi obligasi lama yang telah jatuh tempo (*refinancing*), baik melalui sumber-sumber penerimaan dalam negeri maupun dengan menjual obligasi baru di masa mendatang.

Untuk meningkatkan penerimaan dalam negeri secara besar-besaran (khususnya pajak) tampaknya akan cukup sulit dilakukan dalam beberapa tahun ke depan. Krisis ekonomi yang telah berlangsung tiga tahun ini telah mengakibatkan dampak fiskal yang berat bagi pemerintah. Dari sisi penerimaan, memperlemah basis penerimaan pajak dalam negeri.

Sementara itu, di sisi pengeluaran keperluan untuk program jaring pengaman sosial, subsidi, dan proyek-proyek pembangunan yang *crucial* tentunya harus tetap ada, karena dalam kondisi seperti ini Pemerintah sangat diharapkan menjadi *agent of development*. Akibatnya tentu saja defisit anggaran Pemerintah kian membesar. Keputusan untuk menyelamatkan sektor perbankan juga akan menambah tekanan terhadap APBN, yang tercermin dari besarnya komponen pembayaran bunga hutang dalam negeri.

Secara umum, dampak yang timbul sebagai akibat dari penerbitan obligasi pemerintah adalah sebagai berikut :

1. Tekanan atas APBN

Penerbitan obligasi akan meningkatkan pengeluaran rutin pemerintah akibat adanya pembayaran bung serta meningkatkan defisit anggaran. Jika kita melihat kembali persamaan *Government Financing Constraint* pada bagian teori dan sedikit mengubah bentuknya menjadi :

$$\frac{G + (1+r) B_{t-1} - T}{\text{Defisit /surplus APBN}} = \frac{B_t + M_t - M_{t-1} + \text{Asset}}{\text{Sumber}}$$

Pembiayaan

maka jelaslah bahwa untuk mengatasi defisit tersebut upaya yang dapat dilakukan pemerintah adalah: meningkatkan penerimaannya (pajak), mengeluarkan surat hutang baru atau menjual aset yang dimilikinya (menutup defisit dengan mencetak uang sekarang ini tidak diperbolehkan). Namun permasalahan yang timbul sekarang adalah :

- a. Dari sisi penerimaan pajak, sulit untuk meningkatkannya dalam jangka pendek karena:
 - Basis pendapatan masyarakat yang menyusut akibat krisis
 - Kemampuan administrasi terbatas
 - Memerlukan waktu yang cukup lama.
- b. Penjualan aset (BUMN dan BPPN) belum optimal. Hal ini ditambah lagi dengan munculnya berbagai reaksi penolakan dari kelompok-kelompok tertentu untuk menjual BUMN yang ada. Pada saat ini penjualan aset BPPN saat ini lambat dan *recovery rate*-nya rendah. Dalam TABEL 9 dapat dilihat bahwa besarnya penjualan aset ini hanya sebesar 2.4% dari FDB, dan jika dibandingkan dengan pembayaran bunga hutang

dalam negeri untuk tahun 2001 hanya sebesar 12.16%!!!!

Oleh karena itu, keputusan yang harus diambil tentunya adalah "menggencangkan ikat pinggang" (mengurangi pengeluaran). Dalam kondisi krisis sekarang ini, tindakan ini tentunya tidak mudah. Contohnya, keputusan untuk mengurangi subsidi seringkali sulit dilakukan, apalagi melihat kondisi pendapatan sebagian besar masyarakat yang di bawah rata-rata.

Dari TABEL 9 juga terlihat bahwa dalam pengeluaran rutin (APBN, 2001), komponen pembayaran bunga hutang merupakan yang terbesar (5,4% terhadap PDB), dan didominasi oleh pembayaran bunga untuk hutang dalam negeri. Sementara besarnya pengeluaran pembangunan jauh lebih kecil dibandingkan besarnya pengeluaran rutin, bahkan lebih kecil dari persentase pembayaran hutang dalam negeri (3.1% dan 3.8% terhadap PDB). Hal ini akan melemahkan kemampuan Pemerintah dalam memainkan peranan fiskalnya untuk memberikan stimulasi pada proses pemulihan ekonomi.

TABEL 9

Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara 2000 dan 2001

(dalam miliar Rp)

URAIAN	2000	% thd	2001	% thd
	APBN	PDB	APBN	PDB
A. Pendapatan Negara dan Hibah	194,146.1	20.7	263,226.6	18.47
I. Penerimaan Dalam Negeri	193,935.1	20.7	263,226.6	18.47
1. Penerimaan Perpajakan	111,064.5	11.8	179,892.0	12.62
a. Pajak Dalam Negeri	104,610.3	11.2	169,520.0	11.90
b. Pajak Perdagangan Internasional	6,454.2	0.7	10,372.0	0.73
2. Penerimaan Bukan Pajak	82,870.5	8.8	83,334.6	5.85
II. Hibah	211.1	0.0	8,376.4	0.59
B. Belanja Negara	223,907.1	23.0	315,756.1	22.16
I. Belanja Pemerintah Pusat	190,012.8	9.0	234,079.0	16.43
1. Pengeluaran Rutin	164,087.1	17.5	190,092.2	13.34
a. Belanja Pegawai	29,990.4	3.2	39,968.7	2.80
b. Belanja Barang	9,047.1	1.0	9,688.9	0.68

c. Pembayaran Bunga Hutang	53,328.7	5.7	76,549.6	5.37
i. Hutang Dalam Negeri	34,769.5	3.7	53,460.2	3.75
ii. Hutang Luar Negeri	18,559.1	2.0	23,089.4	1.62
d. Subsidi	59,725.5	6.4	53,951.7	3.79
e. Pengeluaran Rutin Lainnya	11,995.5	1.3	9,933.3	0.70
2. Pengeluaran Pembangunan	25,925.7	2.8	43,987.4	3.09
a. Pembiayaan Pembangunan Rupiah	9,325.7	1.0	21,722.4	1.52
b. Pembiayaan Proyek	16,600.0	1.8	22,265.0	1.56
II. Dana Perimbangan	33,894.2	3.6	81,676.5	5.73
C. Keselimbangan Primer {A-(B-B.I.I.c)}	23,567.7	2.5	24,020.1	1.69
D. Surplus/Defisit Anggaran (A-B)	(29,760.9)	(3.2)	(52,529.5)	(3.69)
E. Pembiayaan	29,760.9	3.2	52,529.5	3.69
I. Pembiayaan Dalam Negeri	18,138.9	1.8	33,500.0	2.35
1. Perbankan Dalam Negeri	(761.1)	(0.1)	0.0	0.00
2. Non-perbankan Dalam Negeri	18,900.0	1.9	33,500.0	2.35
a. Privatisasi	0.0	0.0	6,500.0	0.46
b. Penjualan Aset Program Restrukturisasi	18,900.0	1.9	27,000.0	1.89
II. Pembiayaan Luar Negeri	1,622.1	1.2	19,029.5	1.34
1. Penarikan Pinjaman Luar Negeri	19,684.9	2.1	35,992.7	2.53
2. Pembayaran Cicilan Pokok Hutang LN	(8,062.9)	(0.9)	(16,963.2)	(1.19)

Sumber : Departemen Keuangan

2. Dampak terhadap alokasi anggaran

Dengan adanya kewajiban untuk membayar hutang dalam negeri dan luar negeri yang cukup besar, yaitu sebesar 29.08% terhadap penerimaan dalam negeri, sudah tentu anggaran yang tersisa untuk pembangunan sangatlah terbatas (16.71% terhadap penerimaan dalam negeri). Dan jika kita melihat komposisi pengeluaran rutin maupun pengeluaran pembangunan berdasarkan sektor, maka hal ini telah mengakibatkan adanya beberapa sektor yang "dikorbankan". Salah satu contohnya adalah sektor pendidikan, dimana jika pada tahun 2000 pengeluaran rutinnnya sebesar Rp 6941.4 miliar maka di tahun 2001 ini turun menjadi Rp 4244.7 miliar. Memang istilah yang digunakan kedengaran indah, yaitu

“otonomisasi”, namun kenyataan dan konsekuensinya tidaklah seindah yang dibayangkan. Hal ini tentunya tidak boleh dianggap remeh, karena walaupun dampaknya tidak muncul sekarang, dalam jangka panjang hal ini dapat merugikan dalam kaitannya dengan peningkatan kualitas sumber daya manusia.

3. Munculnya *crowding out effect*

Dengan keterbatasan pasar yang ada, penerbitan obligasi pemerintah, dalam jumlah yang sangat besar dapat mengakibatkan terjadinya perebutan dana dengan sektor swasta. Pada awalnya penerbitan obligasi bertujuan untuk menggerakkan sektor perbankan, yang selanjutnya diharapkan dapat menggerakkan kembali sektor riil. Namun jika *crowding out effect* ini benar-benar terjadi, maka penurunan nilai investasi swasta dapat meng-*offset* tujuan semula, sehingga hasil akhirnya belum tentu seperti yang diharapkan.

V.2. Pentingnya Kemampuan Manajemen Hutang Pemerintah

Berdasarkan permasalahan-permasalahan yang telah dikemukakan, maka pengembangan kemampuan dan kapasitas Pemerintah dalam mengelola hutang sudah sangat mendesak.

Seperti layaknya individu, untuk dapat membayar hutang-hutangnya Pemerintah harus memiliki surplus pendapatan atas pengeluarannya. Alternatif yang dapat dilakukan saat ini adalah :

- 1) Peningkatan penerimaan dalam negeri (pajak/non pajak).
- 2) Mengemplang hutang untuk meringankan beban APBN dan neraca pembayaran (namun ini tidak etis dan tidak bisa dilakukan Pemerintah).
- 3) Menjual kekayaannya, dalam hal ini aset BPPN maupun BUMN.

Dalam hal pengelolaan hutang, pemerintah perlu memperhatikan prinsip-prinsip *risk management analysis* dengan lebih cermat. Hal ini semakin penting dalam era di mana perkembangan nilai tukar mata uang dan tingkat suku bunga internasional dan domestik cenderung berfluktuasi dan penuh ketidakpastian

Debt management harus dilakukan untuk meminimalkan biaya hutang pemerintah dalam jangka panjang dengan resiko yang dapat ditolerir. Di Indonesia, saat ini telah dibentuk *Debt Management Unit*, yang sekarang bernama Pusat Manajemen Obligasi Negara Departemen Keuangan Republik Indonesia. Lembaga ini bertanggung jawab untuk meminimalkan *long-term cost* dari hutang pemerintah, dengan tetap mempertimbangkan resiko yang ada. Fungsi lain dari lembaga ini adalah :

1. *Portfolio Management*
2. *Execution of transactions in the financial markets*
3. *Registration of government debt securities*
4. *Settlement of financial transactions*

5. *Management of financial assets and liabilities*
6. *Recording all transactions in an accounting framework*
7. *Reporting to Parliaments through the Minister*
8. *Develop the primary and secondary market for government debt securities.*

Untuk fungsi registrasi dan *settlement* bisa dialihkan kepada pihak lain, dalam hal ini Bank Indonesia.

Untuk dapat mencapai tujuan *debt management*, Pemerintah dapat melakukan berbagai strategi, antara lain dengan merestruktur profil hutang pemerintah dalam rangka mengatasi ketiga jenis *risk exposure* yang telah dijelaskan sebelumnya, sambil berusaha mengurangi jumlah hutang yang ada. Namun, dalam jangka pendek, langkah-langkah kebijakan pengelolaan hutang perlu diprioritaskan pada upaya untuk menghadapi persoalan *refinancing risk*, dalam kaitannya dengan jatuh tempo obligasi pemerintah.¹³ Oleh karena itu, sekali lagi upaya untuk mengembangkan pasar obligasi yang aktif dan likuid perlu segera dilakukan. Hal ini juga menuntut adanya kerjasama dan koordinasi yang baik antara Pemerintah, otoritas moneter dan otoritas pasar modal.

Di sisi pasiva, pelaksanaan program rekapitalisasi perbankan jelas-jelas memberatkan Pemerintah. Sementara di sisi aktiva, aset-aset hasil pengalihan dari perbankan dan korporasi perlu mendapat perhatian serius. Oleh karena itu, upaya optimalisasi pemulihan nilai aset-aset tersebut harus segera dilaksanakan. Hasil dari penjualan aset-aset ini diharapkan dapat membantu mengurangi jumlah obligasi yang beredar dan beban bunga yang harus ditanggung. Dengan demikian peningkatan kinerja dari BPPN juga harus menjadi perhatian.

Dan lagi-lagi pada akhirnya semua hal di atas dapat terlaksana jika ada dukungan dan komitmen yang kuat dari Pemerintah dan seluruh masyarakat untuk melakukan reformasi ekonomi, adanya jaminan akan keamanan, dan stabilitas politik dalam negeri.

VI. KESIMPULAN

Keputusan yang telah diambil Pemerintah untuk menyelamatkan perbankan nasional dengan menerbitkan obligasi Pemerintah telah menimbulkan berbagai dampak bagi perekonomian nasional. Kondisi pasar yang belum berkembang, kurang likuidnya obligasi, keterbatasan daya serap pasar dan tidak adanya kepastian ekonomi dan politik telah mengakibatkan sulitnya pemasaran obligasi pada tingkat harga yang diharapkan.

Sementara itu dilihat dari komposisi, struktur jatuh tempo dan beban bunganya, obligasi telah menambah tekanan terhadap APBN. Bahkan persoalan *refinancing risk* yang besar, yang akan segera dihadapi dalam beberapa tahun ke depan ini, bukan tidak mungkin dapat memicu munculnya "*the second economic crisis*". Selain menambah

¹³ Rahmany, *Op.Cit.*, hlm.7 *et.Seq*

besarnya defisit anggaran, obligasi juga mengakibatkan perubahan dalam komposisi pengeluaran Pemerintah. Hal-hal di atas selanjutnya akan melemahkan kemampuan Pemerintah dalam memainkan peranan fiskalnya sebagai stimulan perekonomian pada masa krisis seperti sekarang.

Jadi, dari seluruh uraian yang ada dapat disimpulkan bahwa saat ini ada tiga "bom waktu" yang setiap saat bisa saja "meledak" yaitu : perbankan nasional, *fiscal distress*, dan bagaimana cara pembayaran hutang.

Oleh karena itu, sehubungan dengan persoalan-persoalaan di atas peningkatan kemampuan manajemen hutang pemerintah, pengembangan pasar obligasi, penajaman prioritas dalam alokasi anggaran dan optimalisasi manajemen aset oleh BPPN sangatlah penting untuk segera dilakukan. Kegagalan dari salah satu komponen tersebut bukanlah tidak mungkin akan dapat menghambat upaya pemulihan ekonomi nasional.

Daftar Pustaka

- Bank Indonesia. *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia*, Desember 2000.
- Barth, Richard, and William Hemphill. *Financial Programming and Policy, The Case Of Turkey*, Washington : IMF Institute, 2000.
- Departemen Keuangan RI. Pusat Manajemen Obligasi Negara, 2001.
- _____. *Sosialisasi Kebijakan Fiskal dan APBN 2001*, Februari 2001.
- Keown, Arthur. J., et al. *Basic Financial Management*, terj. Chaerul D. Djakman, Jakarta : Penerbit Salemba Empat, 1999.
- Lesley, Derak. *Advance Macroeconomics : Beyond IS-LM*, London : Mc Graw Hill, 1993.
- LPEM, "Kajian Kebijakan Penerbitan Obligasi Pemerintah." Laporan Penelitian, Jakarta 2000.
- Moh. Ikhsan, et al. "Tinjauan Triwulanan Perekonomian Indonesia," *Ekonomi Keuangan Indonesia XLVII*, 2 : 1999.
- Nasution, Anwar. "Bank Restructuring : Progress And Outlook." Kumpulan slide, 2000.
- _____. "Krisis Sistem Keuangan dan Dunia Usaha." Makalah pada Seminar Moneter, Bandung 1997.
- Rahmany, A. Fuad. "Perkembangan Utang Pemerintah, Implikasinya Pada Upaya Pemulihan Ekonomi." Naskah pidato pada Wisuda STEKPI, Jakarta 2000.
- The Asian Wall Street Journal. *Guide to Understanding Money & Investing*. New York : Lightbulb Press, Inc., 2000.
- The New York Institute Of Finance. *How The Bond Market Works*, New York: NYIF Corp., 1988.