

EFEK DAN DAMPAK KEBIJAKAN *DEBT SWITCHING* TERHADAP KEUANGAN NEGARA

Eri Hariyanto

ABSTRACT

As an effect of the economic crisis in 1997-1998, the Government of Indonesia has issued 650.000 billion rupiah of government bonds to restructure banks. These bonds called recapitalization bonds. Problems surface when the maturity date of bonds is in 2004 to 2009. That will burden the state budget (APBN). To overcome that problem, the Government of Indonesia implements the Debt Switching Policy in 2002 and 2003. This article is to discuss effects of the Debt Switching Policy on the state budget (APBN) and to comprehend the economy and politic phenomenon in formulating that policy.

Key words: Debt switching, government bonds, fiscal sustainability.

PENDAHULUAN

Pemaksanaan implementasi globalisasi dan liberalisasi keuangan (termasuk pasar uang dan pasar modal) oleh IMF dan organisasi lain pendukung gerakan tersebut (WTO, World Bank, dan Departemen Keuangan Amerika Serikat) memberikan dampak negatif bagi negara-negara berkembang yang belum mempunyai infrastruktur keuangan yang mapan. Seperti yang diungkapkan oleh Stiglitz (2002: 95), liberalisasi keuangan adalah satu faktor yang paling berpengaruh sebagai penyebab krisis. Kesimpulan tersebut tidak hanya diambil secara hati-hati, tetapi juga dengan mengamati semakin sering dan semakin mendalamnya krisis-krisis yang terjadi dalam dua puluh lima tahun terakhir. Hal itu

semakin memperjelas bahwa liberalisasi keuangan justru menggambarkan resiko yang semakin tinggi tanpa diimbangi hasil memadai. Ketika suatu negara telah memiliki perbankan yang kuat, pasar modal yang efisien, dan diikuti institusi keuangan lainnya yang sehat maka resiko tersebut dapat ditekan. Namun hal-hal tersebut belum dimiliki oleh negara-negara berkembang, terutama negara-negara Asia yang dilanda krisis.

Digulirkannya Pakto 83 dan Pakto 88 merupakan bukti bahwa Indonesia telah menjadi bagian dari globalisasi dan liberalisasi sektor keuangan. Konsekuensi dari kebijakan tersebut adalah adanya kebebasan investor asing untuk keluar masuk dalam dunia keuangan dalam negeri.

Seiring implementasi kebijakan ini jumlah perbankan nasional meningkat secara tajam dari 40 buah (1988) menjadi 221 buah pada akhir tahun 1997. Peningkatan jumlah yang begitu drastis ini juga dipicu oleh kemudahan syarat dalam pendirian bank, hanya dengan bermodal Rp10 milyar saja sudah dapat mendirikan sebuah bank, bahkan untuk BPR hanya membutuhkan modal Rp 50 juta saja.

Liberalisasi perbankan bukan hanya membuat perbankan meningkat dengan jumlah yang luar biasa, namun juga menimbulkan kebutuhan dana yang lebih besar untuk meningkatkan ekspansi usahanya. Sayangnya kebutuhan modal itu lebih banyak dipenuhi melalui pinjaman jangka pendek dari investor asing, bukan melalui peningkatan modal atau mencari sumber pinjaman jangka panjang yang relatif lebih aman. Apalagi pinjaman jangka pendek yang dilakukan sektor swasta tersebut tidak dilengkapi sarana pematokan (*hedge*) kurs Rupiah terhadap mata uang asing yang dipinjam. Sehingga apabila terjadi depresiasi mendalam terhadap kurs Rupiah, debitur bisa terancam macet sebab beban kredit menjadi sangat berat.

Kebutuhan dunia perbankan akan tambahan modal tersebut mendapat tanggapan positif dari investor asing, apalagi negara-negara maju baru mengalami penurunan

pendapatan dari bursa saham dan rendahnya suku bunga, sehingga hanya memberikan sedikit keuntungan bagi para investor. Perluasan pasar investasi tersebut cukup menarik para investor, terutama karena perbedaan tingkat bunga yang cukup besar. Para investor pun pada akhir tahun 90-an banyak yang mengalihkan investasinya dari investasi langsung jangka panjang (*Foreign Direct Investment*) menuju pinjaman jangka pendek atau pembelian portofolio.

Pemanfaatan selisih bunga yang cukup besar tersebut bukan hanya menguntungkan para investor, tetapi juga para bankir yang melakukan pinjaman. Sebab dengan meminjam bunga yang lebih rendah dari investor asing, mereka dapat menyalurkan dana pinjaman tersebut dalam bentuk kredit kepada debitur dalam negeri dengan bunga yang lebih tinggi.

Kemudahan memanfaatkan pinjaman asing selain dimanfaatkan oleh sektor perbankan juga dimanfaatkan oleh sektor riil. BI dan BPPN mencatat bahwa hutang luar negeri sektor swasta pada akhir tahun 1996 telah mencapai 127,3 miliar US Dollar (Feridhanusetyawan, 2003: 230). Tanpa disadari dengan bertambahnya utang jangka pendek kepada pihak asing akan menambah kebutuhan akan Dollar sebagai alat untuk membayar cicilan maupun bunga pinjaman. Semakin

meningkatnya kebutuhan akan Dollar otomatis harga Dollar akan semakin mahal, dan semakin banyak Rupiah yang dibutuhkan untuk membeli Dollar. Dengan kata lain nilai tukar Rupiah mengalami pelemahan. Kondisi tersebut tidak hanya terjadi di Indonesia saja, tetapi juga negara-negara di kawasan Asia Timur yang mempunyai hutang jangka pendek dalam jumlah cukup besar seperti Korea Selatan, Thailand, Philipina, dan Malaysia. Sehingga penurunan mata uang lokal terjadi dalam waktu yang hampir bersamaan dalam wilayah tersebut.

Kondisi ini ternyata dimanfaatkan oleh para spekulan untuk memborong Dollar. Karena kebutuhan akan Dollar meningkat terutama untuk membayar hutang jangka pendek yang telah jatuh tempo, maka terjadilah kepanikan akibat kelangkaan Dollar. Hal ini tentu saja

menyebabkan mata uang domestik menjadi turun. Selanjutnya spekulan mulai memegang kendali dan melepas Dollar dalam jumlah tertentu dengan harga yang lebih tinggi. Selanjutnya terjadilah perburuan Dollar yang menyebabkan nilai mata uang domestik semakin jatuh.

Stiglitz (2002: 95) menggambarkan kondisi ini sebagai serangan spekulan (*spekulan attack*). Dengan informasi yang dimiliki spekulan tentang kebutuhan Dollar yang meningkat dan keyakinan akan terjadinya devaluasi, maka mereka memborong (membeli Dollar dalam jumlah sangat banyak) yang ada di Indonesia. Dengan begitu Rupiah akan turun karena kebutuhan Dollar meningkat. Mengetahui hal ini, maka pemerintah segera menjual cadangan Dollar-nya untuk menjaga nilai mata uang domestik. Fenomena ini yang disebut sebagai “*against a rainy day*”, di

Tabel 1.
Kondisi Makroekonomi Akhir Tahun 1997

No.	Indikator	Keterangan
1.	Pertumbuhan Ekonomi (%)	1,7 ¹⁾
2.	Tingkat Inflasi (%)	35,8 ¹⁾
3.	Suku bunga BI (%)	Meningkat dari 14% (Juli 1997) menjadi 30% (Desember 1997) ²⁾
4.	Nilai Tukar Rupiah	Mengalami kemerosotan dari Rp2.446 (Juli'97) menjadi Rp5.250 (Des'97) per satu USD ³⁾
5.	Kredit Macet	Awal 1997 perbandingan nilai kredit dan kredit macet adalah 7,20% sedangkan awal 1998 mencapai 46,6% ⁴⁾

Sumber: 1) Harinowo, 2002., 2) Saidi, 1998., 3) Kompas, 2002., 4) Wijaya, 2003

mana pemerintah melawan kekuatan spekulasi yang menarik Dollar dengan mengeluarkan cadangan Dollar-nya untuk menjaga stabilitas nilai mata uang domestik. Namun akhirnya pemerintah kehabisan cadangan, dan nilai mata uang menjadi jatuh.

Pada akhir tahun 1997 ramburambu terjadinya krisis sebenarnya sudah cukup banyak, diantaranya nilai tukar Rupiah terhadap USD yang makin terpuruk, suku bunga BI yang semakin tinggi, tingkat inflasi yang makin tinggi, dan penambahan jumlah kredit macet. Data-data tersebut tersaji dalam tabel berikut ini.

Sebenarnya, beberapa negara di kawasan Asia Tenggara yang ikut terkena krisis juga mengalami keadaan yang hampir sama dengan Indonesia, akan tetapi, dengan penanganan krisis yang tepat maka kondisi tersebut dapat segera dipulihkan. Dalam waktu satu hingga dua tahun negara-negara di kawasan Asia Tenggara mulai bangkit dari krisis, kecuali Indonesia.

Tulisan ini dimaksudkan untuk mendiskusikan tentang efek dan dampak kebijakan *debt switching* terhadap keuangan negara, termasuk fenomena ekonomi politik yang melatarbelakangi proses perumusan kebijakan tersebut sehingga akhirnya kebijakan *debt switching* dipilih oleh Departemen Keuangan untuk mengatasi masalah obligasi negara yang akan jatuh tempo dalam periode tahun 2004-2009.

MENANGANI KRISIS DENGAN SKENARIO YANG TIDAK TEPAT

Kondisi krisis seperti dijelaskan pada bagian sebelumnya memberikan pengertian bahwa keseimbangan yang akan terjadi secara otomatis seperti didoktrinkan oleh penganut Mazhab Klasik ternyata jauh dari kenyataan. Keseimbangan antara permintaan dan penawaran Dollar oleh mekanisme pasar ternyata tidak bisa tercapai dengan sendirinya. Tanpa campur tangan dari pemerintah krisis akan menjadi semakin dalam. Hal ini sejalan dengan pendapat Keynes, yang menyatakan bahwa dalam sistem pasar bebas penggunaan tenaga kerja penuh tidak selalu tercipta dan diperlukan usaha dan kebijakan pemerintah untuk menciptakan tingkat penggunaan tenaga kerja penuh dan pertumbuhan ekonomi yang teguh (Sukirno, 1994).

Krisis yang terjadi juga memberikan pelajaran, meskipun pemerintah telah turut campur tangan dalam menangani krisis namun apabila kebijakan yang diberikan tidak tepat maka krisis justru menjadi semakin "liar". Hal ini seperti yang terjadi pada saat penutupan 16 bank swasta pada akhir tahun 1997. Kebijakan tersebut mempunyai dampak yang luas pada awal tahun 1998. Penutupan 16 bank swasta tersebut membuat kepercayaan masyarakat terhadap dunia perbankan goyah, sehingga mereka menarik

simpanan mereka di dunia perbankan. *Rush* tersebut menjadi penyebab meroketnya tingkat inflasi. Hal ini terjadi karena masyarakat memburu barang-barang kebutuhan pokok yang stoknya mulai berkurang. BPS mencatat sepanjang tahun tahun 1998 tingkat inflasi mencapai 77% dan pertumbuhan ekonomi negatif 13%.

Terjadinya *rush* membuat bank-bank kesulitan dalam menyediakan likuiditas. Apabila kesulitan tersebut dibiarkan terjadi dan masyarakat tidak dapat menarik simpanan uangnya di dunia perbankan dapat dipastikan krisis keuangan yang mulai terjadi bisa merembet menjadi krisis keamanan yang akan membuat kondisi negara semakin kacau. Di sinilah BI memainkan perannya sebagai *lender of the last resort*. Sejak bulan Oktober 1997 Bank Indonesia telah memberikan bantuan kepada bank umum yang mengalami kesulitan likuiditas dengan memberikan BLBI (Bantuan Likuiditas Bank Indonesia). BLBI merupakan pinjaman jangka pendek dari BI yang bersifat *emergency*, ketika bank umum sudah tidak mempunyai alternatif lagi untuk menyediakan likuiditas dalam jangka waktu mendesak. Sebagai jaminan atas kucuran dana BLBI maka bank umum harus menyerahkan bukti kepemilikan hartanya kepada BI. Dengan kata lain bank tersebut telah digadaikan kepada BI. Sampai dengan bulan Desember

1997 dana BLBI yang telah dikeluarkan mencapai jumlah Rp 47,7 triliun. Pada bulan Mei 1998 dana BLBI yang dikeluarkan mencapai Rp 119 triliun. Ketika BLBI dialihkan ke BPPN jumlahnya menggelembung menjadi Rp164,5 triliun, termasuk BLBI untuk Bank Exim sejumlah Rp 20 triliun.

Suntikan dana BLBI tidak serta merta membuat dunia perbankan menjadi sehat, karena kucuran dana BLBI ternyata berakibat negatif kepada makroekonomi dan akhirnya memukul kembali dunia perbankan. Kucuran dana BLBI memang membuat bank mampu membayar tagihan masyarakat. Namun, kucuran BLBI berupa dana segar yang ditarik oleh masyarakat tersebut telah membuat jumlah uang beredar bertambah sangat banyak. Pertambahan uang beredar ini oleh masyarakat banyak digunakan untuk memburu Dollar atau digunakan untuk membeli barang kebutuhan. Sebagian lagi disimpan di bank-bank asing yang mampu memberi rasa aman. Kondisi ini membuat nilai Rupiah semakin jatuh, dan Dollar semakin menanjak. Selain itu harga barang kebutuhan melonjak tajam. Meningkatnya peredaran uang tidak diimbangi dengan peningkatan produksi barang yang setara telah menciptakan *hiperinflasi*.

Melihat hal ini pemerintah kemudian mengeluarkan program penjaminan (*blanket guarantee*) yang berisi tentang kebijakan pemerintah untuk memberikan jaminan keamanan atas dana masyarakat yang disimpan di perbankan nasional. Kebijakan ini tertuang dalam Keputusan Presiden No 26 tahun 1998 dan Keputusan Menteri Keuangan nomor 26 tahun 1998 tanggal 26 Januari 1998 tentang penjaminan semua kewajiban bank. Kebijakan ini bertujuan untuk menumbuhkan kembali kepercayaan masyarakat kepada dunia perbankan sehingga masyarakat mau menyimpan kembali uangnya di bank. Efek kebijakan ini juga diharapkan mampu mengembalikan uang-uang yang disimpan di perbankan asing. Selain itu juga mampu mengurangi laju konsumsi dan akhirnya mengurangi laju inflasi serta mengangkat nilai Rupiah. Program ini dan program BLBI akhirnya menyedot uang negara sebesar Rp 235,5 triliun.

Disamping mengadakan program penjaminan, untuk mengurangi laju uang beredar pemerintah juga menjalankan kebijakan pengetatan likuiditas (*tight money policy*). Kebijakan ini sudah dijalankan sejak dimulainya krisis pada bulan Juli 1997 dengan cara menaikkan suku bunga SBI dari 7% menjadi 30% setahun. Kebijakan ini terus berlanjut ketika RI dan IMF menandatangani

Letter of Intent (LoI) pada tanggal 15 Januari 1999, pada kesepakatan itu IMF menyarankan untuk tetap mengadakan pengendalian inflasi melalui pengendalian likuiditas perekonomian dan tingkat suku bunga. (Saidi, 1998: 21)

Pada satu sisi kebijakan ini berhasil mengurangi jumlah uang beredar, tetapi pada sisi lain kebijakan ini telah merusak kembali sektor perbankan. Dengan bunga yang begitu tinggi masyarakat tertarik untuk menyimpan uang di bank dengan pertimbangan akan memperoleh penghasilan besar dari tingkat bunga yang ditawarkan. Namun dengan bunga yang begitu tinggi perbankan tidak mampu mendistribusikan uang yang terkumpul tersebut kepada unit-unit produksi. Unit-unit produksi pun tidak ada yang mau meminjam dan tidak akan mampu mengembalikan pinjaman dengan bunga yang begitu tinggi. Akibatnya dunia perbankan justru menderita kerugian terus menerus karena harus membayar kewajiban berupa bunga kepada para deposan, sedangkan uang dari deposan tersebut tidak dapat 'diputar' agar mendapatkan keuntungan. Demikian juga biaya operasional perbankan harus ditutup dari permodalan yang dimilikinya. Kondisi ini disebut sebagai *negative spread*.

Pada awal implementasi, pemerintah dan IMF menjanjikan

kebijakan suku bunga tinggi hanya terapi sementara, dan logika ini sudah benar. Sebab bagaimana mungkin bank-bank harus menderita kerugian terus menerus. Bagi perbankan kerugian dalam waktu dua bulan masih dapat ditolelir dan bertahan dengan mengurangi sedikit permodalannya. Namun kenyatannya janji pemerintah tidak ditepati, suku bunga tinggi masih terus berlanjut hingga waktu lebih dari satu tahun. Hal inilah yang menyebabkan perbankan rusak kembali dan suntikan dana BLBI menjadi sia-sia. Modal perbankan dalam tahun 1998 bukan hanya habis, tetapi juga tumbuh negatif dibarengi dengan meningkatnya kredit macet (*non-performing loan*).

Jumlah modal seluruh perbankan pada bulan Juli 1997 masih berjumlah Rp 43,5 triliun, pada bulan Oktober 1998 menjadi *minus* Rp 28,55 triliun. Dalam tempo dua bulan kemudian modal perbankan mengalami *free fall* sebesar 70,01 triliun atau pada posisi *minus* 98,54 triliun di bulan Desember 1998. Keadaan ini terus berlanjut, pada akhir bulan Februari 1999 menjadi *minus* Rp 198 triliun, bahkan sampai akhir Maret 1999 mencapai *minus* Rp 244,6 triliun (Adiningsih, 1999).

Diantara bank-bank umum yang mengalami kerugian, ternyata bank-bank pemerintah yang mengalami kerugian paling besar. BNI

mengalami kerugian sebesar Rp 46,22 triliun, BRI rugi sebesar Rp 26,55 triliun, dan BTN rugi sebesar Rp 10,63 triliun (Kiryanto, 1999).

Keadaan ini tentu tidak bisa dibiarkan terus berlanjut. Dunia perbankan harus diselamatkan dari *systemic insolvency*. Melihat besarnya angka kerugian, bisa dipastikan biaya untuk memperbaikinya juga akan besar. Namun berapapun besarnya biaya, restrukturisasi harus tetap dijalankan, sebab restrukturisasi dunia perbankan merupakan kunci bagi restrukturisasi sektor lainnya yang juga harus dilakukan agar krisis segera berakhir. Komitmen pemerintah untuk memperbaiki dunia perbankan tertuang dalam Surat Keputusan Bersama antara Menteri Keuangan dan Gubernur Bank Indonesia nomor 53 / K M K . 0 1 7 / 1 9 9 9 dan 31/12/KEP/GBI tanggal 8 Februari 1999 tentang rekapitalisasi bank umum. Rekapitalisasi bermakna penambahan modal perbankan hingga mencapai rasio kecukupan modal yang telah ditetapkan yaitu sebesar 8% menurut *Bank of International Settlement* (BIS). Sedangkan dalam kebijakan rekapitalisasi hanya ditetapkan sebesar 4%. Penambahan modal kepada perbankan ini dalam bentuk obligasi negara bukan dalam bentuk dana segar seperti halnya BLBI. Penerimaan obligasi negara dalam perbankan dibukukan sebagai modal. Sehingga

dengan disuntikkannya obligasi negara dalam jumlah tertentu, serta merta CAR menjadi positif.

Program penyehatan perbankan yang dilaksanakan oleh pemerintah menimbulkan silang pendapat diantara para ekonom. Pro-kontra atas kebijakan pemerintah merekap perbankan mewarnai berbagai media masa pada masa itu. Diantara pendapat yang kontra berasal dari *Centre for Banking Crisis* (CBC) yang berpendapat seharusnya pemerintah *strike* memegang teguh Undang-Undang Perusahaan Terbatas, ketika suatu bank mengalami *collapse* maka prosedurnya adalah membentuk Tim Likuidasi yang bertugas menjual *asset* untuk mengembalikan dana pihak ketiga. Perkara *recovery rate*-nya tidak optimum, sehingga merugikan nasabah, itu menjadi bagian resiko menyimpan dana di bank yang menjadi pilihan nasabah (Daruri dan Edward, 2004:137).

Sedangkan pemerintah tidak sependapat dengan tanggapan tersebut. Pemerintah telah berupaya mencari *win-win solution*, meskipun itu tidak bisa diterima semua pihak dengan mudah. Pengembalian dana masyarakat yang disimpan di dunia perbankan, terjaganya stabilitas fungsi intermediasi perbankan, dan kredibilitas bangsa merupakan faktor-faktor yang menjadi pertimbangan pemerintah dalam memutuskan

pelaksanaan program restrukturisasi perbankan. Hal ini seperti yang disampaikan oleh Bambang Subianto (Menteri Keuangan RI Era Reformasi):

“Kewajiban untuk menyehatkan kembali perbankan sebenarnya menjadi kewajiban para pemilik bank. Namun ketika para pemilik bank tersebut tidak mampu lagi menyehatkan bank-bank miliknya, maka pemerintah memilih untuk merestrukturisasi perbankan. Bila pemerintah tidak mengeluarkan program ini maka ada sekitar 80% perbankan yang harus ditutup. Maka dapat diperkirakan bahwa banyak sekali perorangan, perusahaan dan instansi pemerintah maupun swasta yang mengalami situasi *stuck* karena tidak dapat menarik dana dari bank. Kemacetan likuiditas seperti itu, dengan cepat akan mengeskalasi karena rangkaian gagal bayar yang terjadi dan menular melalui jalur *value chain* dalam perekonomian. Ini semua akan menimbulkan kekacauan-kekacauan, yang mengakibatkan biaya yang sangat besar baik dari segi pengeluaran riil maupun dari segi biaya sosial. Jadi boleh dikata bahwa penjaminan adalah sesuatu yang kita semua tidak menyukai, tetapi apa boleh buat terpaksa perlu dilakukan, Karena tanpa itu resiko yang dihadapi terlalu berat, dan potensi beban yang akan bisa terjadi tidak terbayang besarnya.” (Subianto, dalam Subiantoro dan Riphath (Editor), 2004:122).

Pernyataan tersebut mengindikasikan pemerintah memilih

jalur aman dalam menyetatkan perbankan. Langkah-langkah yang radikal, misalnya dengan membiarkan perbankan mengalami seleksi alam oleh krisis, tidak dilakukan oleh pemerintah. Langkah ini dipandang akan memperkeruh keadaan masa itu. Krisis ekonomi yang berlanjut pada krisis sosial politik akan semakin bertambah kacau bila sebagian besar perbankan nasional dibiarkan mati dan menimbulkan ketidakpastian nasabah yang menitipkan uang. Pemerintah memandang penyetatan perbankan lebih baik dilakukan, sebab tanpa penyelamatan sektor tersebut diperkirakan biaya untuk mengatasi kekacauan yang ditimbulkan oleh penutupan perbankan akan lebih besar.

Apakah pemerintah mempunyai cukup dana untuk menyetatkan kembali perbankan yang akan menelan biaya ratusan triliun? Tidak sama sekali. Pemerintah pada waktu itu dihadapkan kondisi yang sangat sulit. APBN mengalami defisit yang cukup besar, inflasi sangat tinggi, nilai Rupiah merosot tajam, ekonomi tumbuh negatif, dan suku bunga makin meningkat. Menyetatkan perbankan dengan pencetakan uang jelas merupakan langkah yang akan menyeret krisis menuju jurang terdalam. Mengandalkan pajak tidak mungkin, pinjam ke bank sentral pun tidak bisa sebab Bank Indonesia pada

waktu itu sekarat setelah mengeluarkan Bantuan Likuiditas BI (BLBI). Meminjam dari luar negeri sangat sulit, sebab dalam kondisi krisis sangat susah membangun kepercayaan akan kemampuan mengembalikan pinjaman kepada para kreditor.

Beberapa ekonom pada saat itu mengusulkan langkah penyetatan perbankan dengan cara memberikan pasokan kas tunai kepada perbankan yang mengalami kerugian (*negative spread*). Pada waktu itu sebagian besar bank mengalami kondisi ini disebabkan tingginya suku bunga yang berlaku. Kebijakan suku bunga tinggi (*tight money policy*) ini diterapkan oleh BI untuk mengurangi peredaran uang (menarik masyarakat agar menyimpan uangnya di bank) yang selanjutnya berdampak pada pengurangan laju inflasi. Namun dengan suku bunga yang terlalu tinggi perbankan justru tidak bisa meminjamkan uangnya ke sektor riil dan harus memberikan penghasilan yang cukup tinggi kepada para penyimpan uang. Kondisi ini akhirnya menggerus modal perbankan sehingga rasio kecukupan modalnya (*capital adequacy ratio=CAR*) tumbuh negatif. Perbankan yang mengalami *CAR negative* seharusnya dinyatakan bangkrut dan ditutup. Namun karena jumlah perbankan yang mengalami *CAR negative* sangat banyak maka pemerintah tidak bisa menutup semua bank tersebut. Dengan pasokan kas

tunai tersebut, dibarengi dengan penurunan suku bunga secara bertahap, diharapkan perbankan dapat menjalankan fungsi intermediasinya kembali. Namun cara ini bertentangan dengan sistem yang diterapkan oleh perbankan internasional, sehingga pemerintah tidak bisa menempuh cara tersebut. Penyimpangan terhadap norma perbankan internasional tentu menyebabkan perbankan nasional tidak diakui dan selanjutnya akan menyulitkan semua transaksi keuangan internasional termasuk ekspor dan impor. Peraturan perbankan internasional mensyaratkan CAR harus positif minimal 8% agar perbankan dapat beroperasi.

IMF (*International Monetary Fund*) yang diundang Presiden Suharto sebagai *crisis advisor* memberikan jalan keluar dengan cara rekayasa financial (*finance engineering*). IMF menyarankan untuk menutup CAR perbankan yang negatif dengan penerbitan Obligasi Negara yang disuntikkan ke neraca perbankan. Obligasi-obligasi untuk merekapitalisasi perbankan tersebut tidak dipikirkan untuk dibayar dikemudian hari apabila telah jatuh tempo. Obligasi tersebut tidak dimaksud sebagai utang yang sesungguhnya. Kalau sudah sehat, maka obligasi tersebut akan ditarik kembali. Disuntikkannya sejumlah nilai obligasi negara ke dalam neraca,

maka otomatis bank-bank penerima obligasi rekap akan menjadi milik pemerintah. Selama dalam wilayah pemerintah maka semua bisa dilakukan termasuk mengeluarkan lagi obligasi rekapitalisasi tanpa membayar. Jadi, aset yang dipindah-pindah seperti dari kantung kiri ke kanan dalam baju yang sama, yaitu pemerintah. Ide itu dijelaskan oleh Stanley Fischer (Deputi I Direktur Pelaksana Dana Moneter Internasional pada waktu itu) dan Hubert Neiss (Direktur IMF untuk Asia dan Pasifik pada waktu itu) di rumah Megawati Sukarno Putri sekitar akhir tahun 1998 sebelum beliau menjadi wakil presiden. Ketika itu rekapitalisasi perbankan baru akan dimulai. Pertemuan itu juga dihadiri oleh Laksamana Sukardi dan A. Fuad Rahmany (Kompas, 14 Mei 2002)

Adanya suntikan Obligasi Negara ke dalam neraca akan membuat bank serta merta menjadi "sehat" (dalam tanda kutip). Sehat dalam tanda kutip ini berarti dibuat sehat dengan kucuran uang tunai setiap tiga bulan yang berasal dari bunga obligasi rekapitalisasi. Adanya kucuran dana ini akan membuat bank lambat laun berhenti merugi (*bleeding*). Bila telah tercipta kondisi *break event* maka perbankan akan bisa menarik kembali dana dari masyarakat baik berupa tabungan, deposito, maupun giro. Setelah kondisi ini tercapai maka bank dapat dikatakan sehat dalam arti sesungguhnya.

Biaya-biaya terhadap dana masyarakat (*cost of money*) yang disimpan diperbankan tersebut dapat ditutup dengan jalan meminjamkan kembali dana tersebut kepada masyarakat yang membutuhkan (dunia usaha) dengan selisih bunga yang lebih tinggi (*spread positive*). *Spread* ini lama kelamaan akan membesar dan mampu menutup biaya *overhead* maupun biaya operasional perusahaan. Sisa dari *spread* setelah dikurangi biaya-biaya tersebut menimbulkan laba *netto* yang merupakan bagian dari modal ekuiti. Peningkatan laba akan meningkatkan CAR sampai pada ukuran yang lebih tinggi dari yang disyaratkan oleh peraturan perbankan internasional sebesar 8%. Kelebihan ini digunakan untuk mengurangi nilai Obligasi Rekapitalisasi yang ada dalam neraca dengan cara mendebet modal ekuiti dan yang dikredit sebagai lawannya adalah Obligasi Rekapitalisasi.

Obligasi senilai ini ditarik kembali oleh pemerintah.

Pertanyaannya, apa kepentingan pemerintah dengan menyetujui skenario IMF tersebut? Kedatangan IMF ke Indonesia selain sebagai penasihat dalam rangka mengatasi krisis juga dengan membawa janji akan memberikan dukungan keuangan kepada pemerintah Indonesia sebesar 33 miliar USD (Prasetyantono, 2005: 398). IMF dalam memberikan dukungan keuangan disertai dengan berbagai persyaratan yang harus dilakukan oleh pemerintah. Apabila pemerintah bersedia menjalankan kesepakatan tersebut pencairan dana bantuan baru dilakukan oleh IMF. Kesiapan pemerintah dalam menjalankan berbagai kesepakatan itu biasanya dituangkan dalam *LoI (Letter of Intent)* serta Memorandum Suplementer Kebijakan Keuangan dan

Tabel 2.
Outstanding Obligasi Negara untuk
Program Restrukturisasi Perbankan Per 30 September 2001

No.	Program	Seri Obligasi	Jatuh Tempo	Total Per seri
1.	Penjaminan	SU001-004	2017-2018	218.315.594.294.530
2.	Kredit Program	SU005	2009	9.970.000.000.000
3.	Rekapitalisasi	FR0001-FR0009	2004-2009	185.899.173.000.000
		HB0007-HB0036	2001-2004	23.846.235.000.000
		VR0001-VR0016	2002-2009	219.479.211.000.000
	TOTAL			657.510.213.294.530

Sumber: Berita triwulanan PMON No.2, Oktober 2001, Depkeu RI, hal.2

Ekonomi. Salah satu *Letter of Intent* (LoI) serta Memorandum Suplementer Kebijakan Keuangan dan Ekonomi yang dikeluarkan pemerintah pada tanggal 13 November 1998 berisi tentang kesepakatan untuk merekap bank-bank dengan Obligasi Negara. Kesepakatan ini dibuat berhubungan dengan pencairan pinjaman pada tanggal 25 November 1998 sebesar 684, 4 juta SDR atau setara dengan 925,46 juta USD.

Setelah kesepakatan itu dibuat, secara berangsur-angsur pemerintah menerbitkan Obligasi Negara untuk merekapitalisasi perbankan. Outstanding Obligasi Negara yang digunakan untuk program restrukturisasi perbankan sampai dengan 30 September 2001 adalah Rp 657,51 triliun dan setelah diindeksasi berjumlah Rp 678,268 triliun.

Dari Tabel 2 dapat diketahui dalam merestrukturisasi perbankan, pemerintah menjalankan tiga program yaitu Penjaminan, Kredit Program dan Rekapitalisasi. Untuk membiayai program-program tersebut pemerintah menerbitkan empat seri Obligasi Negara yaitu : SU (Surat Utang), FR (*Fixed Rate Bonds*), VR (*Variable Rate Bonds*), dan HB (*Hedge Bonds*).

Surat Utang (SU) diterbitkan oleh pemerintah kepada Bank Indonesia dan tidak diperdagangkan

(*non marketable securities*). Surat Utang sejumlah Rp 237,34 triliun terdiri atas Surat Utang untuk program Penjaminan sebesar Rp 218,3 triliun dan untuk Kredit Program sebesar Rp 9,97 triliun.

Skenario IMF ini akan berjalan baik dengan persyaratan bank-bank yang menerima obligasi rekapitalisasi tersebut tidak didivestasi sebelum obligasi-obligasi pemerintah yang ada di dalam neracanya habis dikembalikan kepada pemerintah.

Namun dengan seringnya pergantian Direktur IMF untuk Asia Pasifik dari Hubert Neiss kepada Horiguchi Yusuke pada Januari 2000 kemudian pada bulan Oktober 2000 berganti lagi kepada Anoop Singh, maka berganti pula gaya kebijakan yang diterapkan. Skenario untuk menarik obligasi rekapitalisasi secara perlahan dari perbankan kandas ditengah jalan. Anoop Singh menghendaki divestasi dilaksanakan segera, hal ini mengingat banyak sekali perusahaan-perusahaan termasuk perbankan yang saat itu menjadi milik pemerintah. Menurut pendapatnya, dengan adanya divestasi maka akan mengurangi beban fiskal pemerintah. Selain itu, dengan adanya divestasi juga diharapkan investor akan masuk untuk memperkuat keuangan maupun manajemen perusahaan, sehingga perusahaan akan menjadi lebih sehat dan kompetitif.

Kandasnya skenario tersebut berarti telah membalas kebaikan yang diberikan pemerintah dengan beban yang sangat berat, karena pemerintah yang berbaik hati mau memberikan uang tunai setiap bulannya selama diperlukan untuk mempertahankan supaya bank tetap bertahan dan tidak kelelep (*to keep bank afloat*), justru dihukum disuruh menyatakan utang dalam bentuk Obligasi Negara yang jumlahnya mencapai Rp395 Trilyun. Di sinilah awal mula munculnya utang dalam negeri yang jumlahnya sangat banyak dan membebani APBN dalam waktu yang cukup lama.

Pemerintah nampaknya tidak berdaya menghadapi skenario IMF yang kandas tersebut dan harus menghadapi kenyataan bertambahnya beban fiskal yang berkepanjangan. Karena dalam skenario penyuntikan obligasi tidak dipikirkan pembayarannya maka rentang waktu yang cukup pendek antara tahun 2004 sampai 2009 dianggap waktu yang cukup untuk menarik kembali seluruh obligasi rekapitalisasi. Namun setelah skenario itu kandas, pemerintah menghadapi beban yang nyata yaitu pembayaran obligasi yang jatuh tempo beserta bunganya. Dalam periode tersebut, diperkirakan pemerintah setiap tahun harus mengeluarkan Rp100 triliun untuk melunasi bunga dan beban jatuh tempo utang dalam negeri. Hal ini belum termasuk beban cicilan dan

bunga utang luar negeri. Dipastikan APBN akan sangat keberatan menanggung beban tersebut.

Diperkirakan jumlah obligasi yang jatuh tempo pada periode tahun 2004 sampai dengan 2009 mencapai jumlah Rp 381,03 triliun. Sedangkan BPPN pada tahun 2002 telah menghitung besarnya bunga obligasi yang harus dibayar sejak tahun 2002 hingga tahun 2010 dalam tabel 3.

Resiko pembayaran obligasi negara yang jatuh tempo (*maturity risk*) beserta beban bunganya akan sangat memberatkan keuangan negara, apalagi pada tahun-tahun tersebut merupakan tahapan konsolidasi fiskal yang sangat dibutuhkan sebagai landasan ketahanan fiskal periode selanjutnya. Memaksakan diri untuk membayar obligasi negara yang telah jatuh tempo akan menimbulkan resiko yang cukup fatal. Rahmany (2001) mengungkapkan kemungkinan terjadinya guncangan ekonomi Indonesia akibat lonjakan tajam beban pembayaran pokok obligasi pemerintah. Tekanan fiskal yang diakibatkan oleh lonjakan beban pembayaran obligasi yang akan jatuh tempo ini bisa memunculkan efek spiral dan komplikasi mendalam terhadap aktivitas ekonomi, bahkan memicu krisis jika tidak ada upaya untuk menyeimbangkan struktur jatuh tempo obligasi.

DEBT SWITCHING : MENJINAKKAN BOM DALAM NEGERI

Skenario IMF yang gagal tersebut rupanya tidak diukhlaskan begitu saja oleh pemerintah. Nilai Obligasi yang begitu besar masih diupayakan pengurangan nilainya melalui berbagai cara, diantaranya melalui mekanisme yang ada di BPPN. Mekanisme tersebut berupa *Asset to Bonds Swap* (ABS), yaitu upaya pertukaran nilai aset

didirikan BPPN bertugas untuk mengembalikan uang negara yang telah digunakan untuk penyehatan perbankan. Namun karena kepentingan pemerintah menutup defisit APBN yang cukup besar, maka peluang untuk mengurangi obligasi rekapitalisasi tidak dilakukan secara maksimum.

Isu tentang ancaman ledakan pembayaran utang dalam negeri mencuat ke publik pada akhir tahun

Tabel 3.
Beban bunga obligasi negara tahun 2002-2010

Tahun	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Beban bunga	65.52	72.33	67.43	61.38	52.77	46.07	28.60	28.60	21.73

Sumber : BPPN, 2002

dengan nilai obligasi yang ada di bank-bank rekap. Namun mekanisme ini tidak bisa berjalan seperti yang diharapkan. Dari total aset yang dikelola BPPN sebesar Rp449,03 triliun, yang mampu disetor kepada pemerintah dalam bentuk tunai hanya Rp104,2 triliun sedangkan penukaran aset dengan obligasi rekapitalisasi hanya berhasil dilakukan senilai Rp25,5 triliun.

Selain rendahnya kinerja BPPN, kepentingan pemerintah terhadap setoran tunai BPPN menjadi penyebab rendahnya jumlah obligasi yang mampu dikurangi. Sejak pertama

2001. Berbagai pihak mulai dari MPR, DPR, Bappenas, BPPN, NGO's, maupun pengamat memberikan berbagai usulan jalan pemecahan kepada Departemen Keuangan. Usulan pemecahan masalah obligasi rekapitalisasi tidak dapat dilepaskan dari kepentingan yang dimiliki oleh institusi-institusi tersebut. Selain ditemukan solusi yang mampu meringankan keuangan negara, mereka tentu menginginkan solusi yang memberi keuntungan bagi institusinya. Dinamika ekonomi politik tersebut tersaji dalam tabel berikut ini:

Tabel 4.
Motif Ekonomi Politik Antar Aktor
dalam Perumusan Solusi Masalah Obligasi Rekapitalisasi

AKTOR	Alternatif Solusi	Motif Ekonomi Politik	Sumber daya politik
Pemerintah	<i>Debt Switching</i>	Menyelamatkan kepentingan fiskal jangka pendek dan panjang, menyelamatkan kredibilitas negara	Dukungan dari presiden dan para ekonom di Departemen Keuangan
BAPPENAS	Menolak <i>Debt Switching</i> , usul <i>Perpetual Bonds</i>	Menolak karena akan menimbulkan utang berkepanjangan yang berakibat mengurangi alokasi anggaran pembangunan, fungsi BAPPENAS berkurang	Elit Politik yang didukung oleh partai bersuara mayoritas (PDIP), kedekatan dengan presiden
BPPN	Menolak <i>Debt Switching</i>	<i>Debt Switching</i> akan membuat usaha BPPN dalam mengurangi nominal Obligasi Rekap sia-sia, BPPN tidak dihargai	"Super Body" yang didukung sebuah UU dan dua Perpres
PASPORP	Mengusulkan ABS, perpetual bonds, penyesuaian CAR, akuisisi antar bank, dan <i>bonds pooling</i>	Menjaga likuiditas pasar modal agar tidak dipenuhi Obligasi Negara, aktualisasi lembaga	Para pakar pasar modal, perbankan dan akademisi
DPR	Setuju <i>Debt Switching</i>	<i>Patron Client</i> , memberikan dukungan kepada solusi pemerintah sebagai balas budi kepada presiden	Dukungan mayoritas suara di DPR
Bank Rekap milik Pemerintah	Setuju <i>Debt Switching</i> , menolak beberapa usulan PASPORP	Pendapatan bunga obligasi akan terus didapat tanpa bekerja keras, derajat kesehatan bank dapat dipertahankan	Fungsinya sebagai intermediasor, selalu dijaga pemerintah
IMF	Mengutamakan Divestasi tetapi setuju <i>Debt Switching</i>	Divestasi akan mengurangi beban APBN, disamping kepentingan konstituen IMF. <i>Debt Switching</i> menimbulkan ketahanan fiskal, pemerintah bisa mengembalikan utang IMF	Didukung oleh negara-negara maupun perusahaan transnasional sebagai anggotanya
Pengamat	Pro dan Kontra <i>Debt Switching</i>	Sumbang saran, aktualisasi	Didukung oleh kemampuan keilmuan dan pengalaman

Sumber: data diolah

Departemen Keuangan telah menyiapkan strategi penyelesaian utang yang terkait dengan kelanjutan APBN atau sering disebut sebagai *fiscal sustainability*, serta solusi lain yang mengacu kepada pendekatan pasar (*market friendly*). Solusi yang ditawarkan pemerintah ini bukan tertumpu pada penyelesaian dengan cara membeli kembali obligasi negara yang telah diterbitkan. Membelinya kembali dengan *budget* yang ada jelas merupakan suatu cara yang sangat dipaksakan. Bila dalam waktu enam tahun dari tahun 2004 sampai dengan 2009 dana pemerintah hanya terserap untuk melunasi utang dalam negeri, maka dapat dipastikan APBN kurang berfungsi bagi *stimulus fiscal*. Selain itu dalam rentang waktu enam tahun tersebut kepentingan rakyat berupa pendidikan, pelayanan kesehatan, dan subsidi-subsidi yang menopang kehidupan akan banyak dipangkas. Keadaan ini dalam satu sisi akan menyelesaikan masalah utang dalam negeri, namun dalam sisi lain akan menimbulkan gejolak sosial yang mendalam.

Pemerintah menawarkan solusi *Debt Switching* untuk menangani masalah penumpukan jatuh tempo obligasi. Kebijakan *Debt Switching* merupakan salah satu jenis pengelolaan aktif terhadap obligasi negara. Menurut Rahmany (2002 :

380), *debt switching* diartikan sebagai kebijakan untuk memperpanjang rata-rata jatuh tempo portofolio utang pemerintah dengan cara menukar obligasi (*bonds swap*) yang akan jatuh tempo dengan obligasi baru yang memiliki jatuh tempo yang lebih panjang sehingga dicapai struktur yang lebih sesuai dengan kemampuan absorpsi pasar modal Indonesia di masa depan dengan memperhitungkan *surplus primary balance* yang akan diciptakan pemerintah di masa depan. Kebijakan ini diharapkan mampu menggeser beban jatuh tempo obligasi (*maturity date*) yang terkonsentrasi pada tahun 2004-2009 dan ditukar dengan obligasi yang mempunyai jatuh tempo sampai tahun 2020. Pengurangan beban pembayaran obligasi yang jatuh tempo bukan saja memberi keuntungan ekonomi, namun secara politik pemerintah menjadi lebih percaya diri menghadapi pasar modal dan terhindar dari ancaman kebangkrutan. Kondisi ini tentu sangat dibutuhkan oleh pemerintah yang sedang berusaha memperbaiki iklim investasi. Bila negara terancam bangkrut tentu susah menarik investor asing untuk menghidupkan sektor riil.

Solusi yang ditawarkan Departemen Keuangan ternyata menimbulkan sikap pro dan kontra. Dari dalam tubuh pemerintah sendiri

setidaknya dua institusi menentang ide Departemen Keuangan. BAPPENAS dan BPPN tidak sependapat dengan usulan Menteri Keuangan untuk memperpanjang jatuh tempo pembayaran Obligasi Negara yang terkonsentrasi pada tahun 2004 sampai dengan 2009. BPPN berpendapat dengan adanya penundaan pembayaran (istilah BPPN untuk penundaan pembayaran adalah *roll-over*) maka akan terjadi penambahan beban bunga yang harus dibayar. Tanpa di-*roll-over* saja total nilai nominal obligasi pemerintah yang harus dibayar oleh negara sudah mencapai Rp1.000 triliun. BPPN juga berkepentingan untuk mengaktualisasikan hasil kerja kerasnya selama ini dalam mengurangi nominal obligasi rekapitalisasi. Adanya kebijakan *Debt Switching* menjadikan kerja keras BPPN sia-sia, sebab dengan kebijakan itu maka secara keseluruhan beban pemerintah untuk membiayai krisis bukannya berkurang justru akan bertambah besar karena adanya penundaan pembayaran yang berakibat memperbesar biaya bunga obligasi.

Sedangkan Kepala BAPPENAS/Menteri Negara Perencanaan Pembangunan Nasional Kwik Kian Gie lebih menekankan ketidaksetujuannya karena penundaan pembayaran tersebut akan menambah lama beban yang akan dipikul oleh

masyarakat dalam memberikan subsidi kepada dunia perbankan yang telah melakukan kesalahan manajemen. Beban utang yang berkepanjangan tersebut tentu akan berdampak pada pengurangan porsi pembiayaan pembangunan di masa datang. Pengurangan porsi tersebut tentu akan berdampak terhadap peran BAPPENAS dalam menentukan arah pembangunan nasional.

Lembaga di luar pemerintah yang memberikan usulan adalah PASPORP (Pengkaji alternatif Solusi Permasalahan Obligasi Rekap Perbankan) yang mengusulkan lima buah alternatif, yaitu: Asset to Bonds swap, Perpetual Bonds, Penyesuaian CAR, Akuisisi antar bank dan Bonds pooling. PASPORP perlu mengaktualisasikan pendapatnya dilandasi kepentingan untuk menjaga kondisi pasar modal Indonesia yang masih sangat dangkal. Obligasi Negara untuk program restrukturisasi perbankan yang jumlahnya sangat besar tentu akan sangat mengkhawatirkan bila semuanya dilepas ke pasar tanpa perhitungan matang. Pasar modal Indonesia bisa gelagapan menerima jumlah penerbitan obligasi yang sangat besar dan tidak tertutup kemungkinan justru tidak mampu tumbuh lagi menjadi pasar modal kebanjiran oleh Obligasi Negara, maka bukan hanya sektor

swasta yang akan rugi karena tidak bisa mencari investor tetapi juga para aktivis pasar modal yang akan menganggur karena pasar modal tidak mampu tumbuh lagi.

Sedangkan DPR mempunyai solusi yang sama dengan pemerintah. Pendapat ini disampaikan oleh Wakil Ketua Komisi IX DPR Paskah Suzetta yang mengatakan, tidak ada pilihan lain bagi pemerintah selain memperpanjang (*rescheduling*) obligasi yang jatuh tempo. Sebagai lembaga yang mengemban suara rakyat seharusnya DPR mampu memberikan alternatif lain, ketika alternatif pemerintah dinilai akan membebani rakyat dalam waktu yang lama. Sikap DPR ini seolah sebagai sarana balas budi kepada pemerintah, terutama Presiden Megawati, yang telah ikut berjasa mendudukkan mereka dalam badan legislatif. Kondisi ini membuat fungsi *check and balance* tidak berjalan karena adanya *patron client*. Seperti diketahui bahwa hasil Pemilu 1999 telah membuat partai yang diketuai Megawati (PDI-P) menjadi partai mayoritas yang mempunyai wakil paling banyak di DPR. Pribadi-pribadi yang duduk dalam DPR dari PDIP tentu tidak terlepas dari pilihan Megawati, menjadi sesuatu yang wajar bila mereka justru menjadi pendukung kebijakan pemerintah.

Peran IMF tidak dapat dilepaskan dalam perumusan

kebijakan ini. IMF mementingkan terjadinya divestasi karena diketahui bahwa konstituen IMF adalah para pengusaha, investor dan kreditor transnasional yang ingin membeli bank-bank potensial di Indonesia dengan harga murah. IMF tentu tidak dapat mengabaikan suara konstituennya sebagai pemasok dana organisasi tersebut. *Simbiosis mutualisme* antara IMF dan konstituennya terlihat dalam beberapa kasus divestasi di Indonesia. IMF tentu menginginkan aliran dana yang lancar dari para anggotanya agar organisasi ini bisa makin kokoh. Hal ini akan dapat dicapai bila anggotanya juga memiliki daya dukung ekonomi yang kokoh pula. Salah satu cara agar kondisi tersebut terwujud antara lain dengan membeli bank-bank potensial di Indonesia dengan harga murah.

Rencana pemerintah untuk melakukan *Debt Switching* mendapat tanggapan positif dari IMF. Adanya kebijakan ini bagi IMF dinilai sebagai penerimaan pemerintah atas kesalahan yang dilakukan IMF dan tidak perlu melakukan ganti rugi atas kesalahan yang dibuat. Di lain sisi kebijakan Debt Switching yang akan menimbulkan ketahanan fiskal juga merupakan kabar baik bagi IMF. Adanya kemampuan fiskal yang dimiliki pemerintah Indonesia mengindikasikan bahwa utang yang diberikan IMF akan dapat dibayar kembali. Dengan begitu,

apabila Indonesia sewaktu-waktu keluar dari IMF tidak akan menimbulkan kerepotan bagi IMF untuk menarik piutangnya.

Akhirnya Komisi IX DPR RI awal bulan November 2002 menyetujui rencana pemerintah untuk memperpanjang periode jatuh tempo obligasi rekap dengan metode *Debt Switching*. Pertimbangan pemerintah untuk melakukan *Debt Switching* bukan hanya didasarkan atas besarnya nilai obligasi yang bisa ditarik dari suatu kebijakan yang diterapkan. Pemerintah perlu memperhatikan aspek-aspek lain sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan yang akan diambil. Pertimbangan kelangsungan pasar modal di masa depan, sentimen pasar atas kebijakan yang ditempuh, dan stabilitas sosial menjadi bahan pertimbangan lain.

IMPLEMENTASI KEBIJAKAN, EFEK DAN DAMPAKNYA TERHADAP APBN 2004-2005

1. Implementasi Kebijakan

Secara teknis, kebijakan *Debt Switching* pada tahun 2002 dilaksanakan oleh PMON (Pusat Manajemen Obligasi Negara) yaitu instansi vertikal Departemen Keuangan setingkat eselon II yang berada dibawah koordinasi Sekretaris Jenderal Departemen Keuangan (sebelum diberlakukan Keputusan Menteri Keuangan No. 302/KMK.01/2004

tentang Organisasi dan Tata Kerja Departemen Keuangan).

Setelah sukses melaksanakan *Debt Switching* pada tanggal 20 November 2002, maka pada tahun 2003 kebijakan ini dilaksanakan kembali. Berbeda dengan implementasi kebijakan ini ditahun 2002 yang didasari persetujuan dari Komisi IX DPR RI, maka implementasi kebijakan ini pada tahun 2003 dilandasi oleh Keputusan Menteri Keuangan (KMK) Nomor 343/KMK.01/2003 tentang Lelang Pembelian Kembali Obligasi Negara. Hal ini dilakukan karena pemerintah masih merasa keberatan dengan beban jatuh tempo Obligasi Negara yang akan jatuh para periode tahun 2004 sampai dengan 2009. *Debt Switching* yang kedua dilakukan pada tanggal 25 Februari 2003.

2. Efek-efek Kebijakan terhadap Obligasi Rekapitalisasi

Adapun efek-efek implementasi kebijakan *Debt Switching* terhadap Obligasi Rekapitalisasi adalah:

a. Terjadi penukaran berbagai seri Obligasi Rekapitalisasi

Implementasi kebijakan *Debt Switching* pada tahun 2002 dan 2003 telah berhasil menukar berbagai seri obligasi lama yang akan jatuh tempo pada periode tahun 2004 sampai dengan 2009 dengan berbagai jenis seri

obligasi baru yang jatuh temponya lebih panjang, yaitu antara tahun 2010 sampai dengan tahun 2020. Obligasi Negara yang ditukar pada tahun 2002 adalah sebesar Rp171,79 triliun yang terdiri dari dua jenis obligasi yaitu *fixed rate bonds* (FR) yang berjumlah Rp97,025 triliun dan *variable rate bonds* (VR) sejumlah Rp74,76 triliun. Sedangkan kebijakan *Debt Switching* yang dilaksanakan pada tahun 2003, berhasil menggeser beban jatuh tempo Obligasi Negara sebesar Rp8.506.467.000.000,- terdiri dari obligasi jenis *Variable Rate Bonds*. Dengan begitu, seluruh nilai obligasi negara yang jatuh tempo pada periode 2004-2009 telah berhasil digeser pada periode tahun 2010-2020 sebesar Rp179.682.516.000.000,- atau sebesar 41% dari total obligasi untuk Program Rekapitalisasi.

Penggeseran nilai nominal obligasi negara ini tentu bermaksud untuk mengurangi besarnya biaya yang harus dikeluarkan pemerintah untuk membayar kembali Obligasi Negara yang telah jatuh tempo. Dengan adanya pengurangan nilai nominal tersebut diharapkan pemerintah mampu membayarnya dengan dana APBN tanpa harus melakukan *refinancing* utang (melakukan utang baru untuk menutup utang lama) yang akan menambah jumlah utang pemerintah.

Adapun obligasi-obligasi yang berhasil ditukar pada tahun 2002 dan 2003 tersaji dalam tabel berikut ini:

b. Penataan kembali struktur jatuh tempo (*reprofiling*)

Dengan adanya penukaran surat utang tersebut, perubahan yang terjadi selanjutnya adalah pergeseran struktur jatuh tempo obligasi negara. Struktur jatuh tempo yang semula terkonsentrasi pada periode tahun 2004 sampai 2009, dengan adanya kebijakan *Debt Switching* tahun 2002-2003 konsentrasi struktur jatuh tempo tersebut dikurangi kemudian disebar pada periode tahun 2010 sampai dengan 2020.

Selanjutnya dalam Gambar 1. akan dapat dilihat perbandingan nilai nominal Obligasi Negara sebelum dan sesudah kebijakan *Debt Switching* diimplementasikan.

Informasi yang dapat diperoleh dari Gambar 1. menunjukkan kebijakan *Debt Switching* berhasil mengurangi konsentrasi struktur jatuh tempo pada tahun 2004-2009 sekaligus menyebarkan struktur jatuh tempo tersebut pada periode 2010 sampai dengan 2020. Khusus pada tahun 2004 terjadi pengurangan nominal jatuh tempo secara cukup drastis. Sebelum kebijakan tersebut diimplementasikan, kewajiban yang harus dibayar oleh pemerintah untuk

Tabel 5.
Penukaran Obligasi Negara tahun 2002 dan 2003

Obligasi Seri Lama	Tahun jatuh tempo	Nilai nominal ditukar	Obligasi Seri Baru	Tahun jatuh tempo	Nilai Nominal penukar
FR0002	2009	23.712.682.000.000	FR0010	2010	12.012.678.000.000
FR0003	2005	800.000.000.000	FR0011	2010	800.000.000.000
FR0004	2006	14.529.845.000.000	FR0012	2010	2.488.141.000.000
FR0005	2007	14.418.125.000.000	FR0013	2010	5.453.601.000.000
FR0006	2004	5.453.601.000.000	FR0014	2010	1.349.947.000.000
FR0007	2004	12.012.678.000.000	FR0015	2011	7.264.938.000.000
FR0008	2005	1.349.947.000.000	FR0016	2011	7.264.937.000.000
FR0009	2005	2.488.141.000.000	FR0017	2012	7.209.063.000.000
			FR0018	2012	7.209.062.000.000
			FR0019	2013	11.856.341.000.000
			FR0020	2013	11.856.341.000.000
TOTAL	FR	74.765.049.000.000			74.765.049.000.000
VR0006	2004	4.676.207.000.000	VR0019	2014	4.676.207.000.000
VR0007	2005	5.409.893.000.000	VR0020	2015	6.409.893.000.000
VR0008	2005	2.859.471.000.000	VR0021	2015	4.359.471.000.000
VR0009	2006	8.203.063.000.000	VR0022	2016	8.203.063.000.000
VR0010	2006	5.492.318.000.000	VR0023	2016	7.992.318.000.000
VR0011	2007	9.909.300.000.000	VR0024	2017	9.909.300.000.000
VR0012	2007	6.909.300.000.000	VR0025	2017	6.909.300.000.000
VR0013	2008	11.884.284.000.000	VR0026	2018	5.442.142.000.000
VR0014	2008	10.825.534.000.000	VR0027	2018	5.442.142.000.000
VR0015	2008	10.503.015.000.000	VR0028	2018	4.662.767.000.000
VR0016	2009	20.353.015.000.000	VR0029	2019	4.662.767.000.000
			VR0030	2019	10.503.015.000.000
			VR0031	2020	17.853.015.000.000
TOTAL	VR	97.025.400.000.000			97.025.400.000.000
TOTAL		171.790.449.000.000			171.790.449.000.000
TOTAL	2002				
Obligasi Seri Lama	Tahun jatuh tempo	Nilai nominal ditukar	Obligasi Seri Baru	Tahun jatuh tempo	Nilai Nominal penukar
VR0011	2007	600.100.000.000	VR0019	2014	2.508.748.000.000
VR0012	2007	1.908.648.000.000	VR0020	2015	3.489.114.000.000
VR0013	2008	1.580.466.000.000	VR0021	2015	1.802.138.000.000
VR0014	2008	1.908.648.000.000			
VR0015	2008	221.672.000.000			
VR0016	2009	1.580.466.000.000			
TOTAL	VR	7.800.000.000.000			7.800.000.000.000
TOTAL	2003				

Sumber : DPSUN, 2005

membayar obligasi yang telah jatuh tempo adalah Rp. 53,8 triliun, sedangkan sesudah *Debt Switching* pemerintah membayar sebesar Rp. 34,7 triliun. Hal ini berarti telah terjadi

pengurangan sebesar Rp. 19,1 triliun. Sedangkan untuk tahun 2005, dari kewajiban sebelumnya sebesar Rp 57,59 triliun berhasil dikurangi sebesar Rp. 35,09 triliun sehingga kewajiban

Tabel 6.
Struktur Jatuh Tempo Obligasi Negara
Setelah Debt Switching 2002-2003

Jatuh tempo	Seri Obligasi	Nominal Obligasi	Jatuh tempo	Seri Obligasi	Nominal Obligasi
2004	FR0001	316.331.000.000	2013	FR0019	11.856.341.000.000
	FR0006	2.581.690.000.000		FR0020	11.856.341.000.000
	FR0007	816.940.000.000		Jumlah	23.712.682.000.000
	VR0004	7.062.911.000.000			
	VR0005	8.329.394.000.000			
	VR0006	4.018.003.000.000			
	HB0045-0076	11.581.122.000.000			
Jumlah	34.706.391.000.000				
2005	FR0003	382.172.000.000	2014	VR0019	11.406.226.000.000
	FR0008	7.508.224.000.000		Jumlah	11.406.226.000.000
	FR0009	5.821.676.000.000			
	VR0007	2.981.583.000.000			
	VR0008	3.057.029.000.000			
	HB0077-0082	2.711.595.000.000			
	Jumlah	22.462.279.000.000			
2006	VR0009	3.292.875.000.000	2015	VR0020	9.899.007.000.000
	VR0010	8.636.613.000.000		VR0021	7.546.328.000.000
	FR0010	14.554.430.000.000		Jumlah	17.445.335.000.000
	Jumlah	26.483.918.000.000			
2007	FR0005	18.403.245.000.000	2016	VR0022	9.666.749.000.000
	VR0011	6.936.778.000.000		VR0023	8.652.056.000.000
	VR0012	9.558.350.000.000		Jumlah	18.318.805.000.000
	Jumlah	34.903.373.000.000			
2008	VR0013	13.415.695.000.000	2017	VR0024	9.909.300.000.000
	VR0014	14.561.041.000.000		VR0025	6.909.300.000.000
	VR0015	12.654.879.000.000		Jumlah	16.818.600.000.000
	Jumlah	40.631.615.000.000			
2009	FR0002	20.171.493.000.000	2018	VR0026	5.442.142.000.000
	VR0016	15.225.125.000.000		VR0027	5.442.142.000.000
	Jumlah	35.396.618.000.000		VR0028	4.662.767.000.000
				Jumlah	15.547.051.000.000
2010	FR0010	12.012.678.000.000	2019	VR0029	8.272.019.000.000
	FR0011	800.000.000.000		VR0030	10.503.015.000.000
	FR0012	2.488.141.000.000		Jumlah	18.775.034.000.000
	FR0013	5.453.601.000.000			
	FR0014	1.349.947.000.000			
	FR0021	2.000.000.000.000			
	FR0024	5.700.000.000.000			
	Jumlah	29.804.367.000.000			
2011	FR0015	7.264.937.000.000	2020	VR0031	17.853.015.000.000
	FR0016	7.264.937.000.000		Jumlah	17.835.015.000.000
	FR0017	4.483.666.000.000			
	Jumlah	19.013.541.000.000			
2012	FR0017	7.209.063.000.000			
	FR0018	7.209.062.000.000			
	VR0018	1.065.483.000.000			
	Jumlah	15.483.608.000.000			

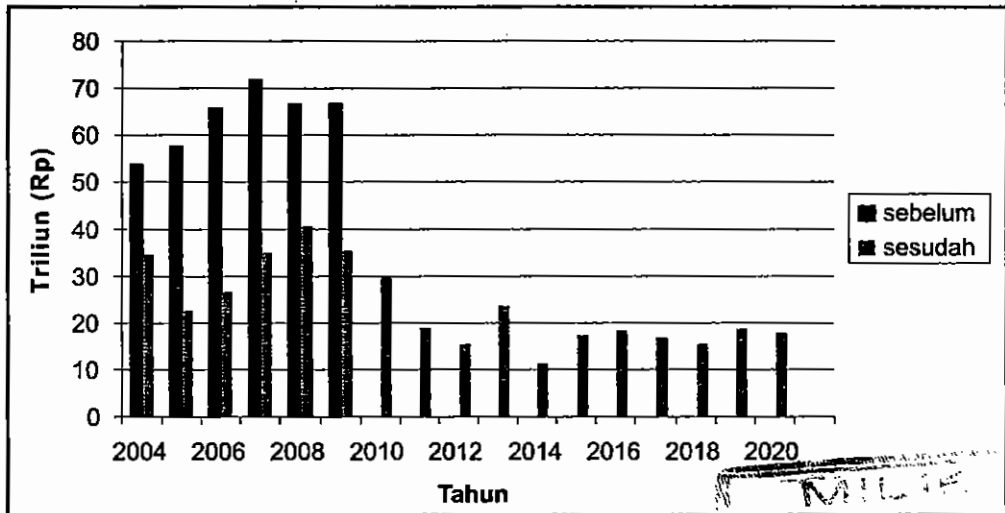
Sumber: Tabel 2., *Outstanding Debt* per December 2003, DPSUN 2005

pemerintah untuk melunasi obligasi yang jatuh tempo pada tahun 2005 adalah sebesar Rp. 22,5 triliun.

Selain hal tersebut, implementasi kebijakan ini juga mengurangi rata-rata beban pelunasan per tahun obligasi rekap yang jatuh tempo. Sebelum kebijakan ini

diterapkan maka dalam periode 2004-2009 rata-rata pelunasan per tahun adalah Rp. 63,5 trilyun. Sesudah kebijakan ini diterapkan maka rata-rata pelunasan obligasi pertahun dari 2004 sampai dengan 2020 adalah sebesar Rp. 23,4 trilyun.

Gambar 1.
Diagram perbandingan nilai nominal dan penyebaran jatuh tempo
Sebelum dan sesudah kebijakan Debt Switching



Sumber: Tabel 7 dan Tabel 8.

Adanya pengurangan dan pergeseran jatuh tempo utang ini membuat pemerintah dapat "mengambil nafas" (*second breath*) sehingga bisa menata penggunaan penerimaannya untuk membiayai hal-hal yang lebih produktif. *Debt Switching* juga membuat utang pemerintah menjadi lebih terkendali (*manageable*) sehingga pemerintah dalam tahun-tahun berikutnya bisa melakukan

penambahan utang dalam negeri tanpa takut terjadi penumpukan jatuh tempo disebabkan kebijakan *Debt Switching* masih memberi ruang bagi pemerintah untuk menerbitkan Obligasi Negara selama periode tahun 2004 hingga 2020. Kebijakan ini juga membuat pemerintah menjadi lebih percaya diri dalam mengembangkan pasar Obligasi Negara karena terhindar dari resiko *refinancing risk* yang besar.

Tabel 7.
Perbandingan Kewajiban Pembayaran Bunga Obligasi
Sebelum dan sesudah *Debt Switching*

Tahun	Sebelum	Sesudah
2004	67,43	41,27
2005	61,38	41,58

Sumber: BPPN 2002, dan APBN 2004-2005

Tabel 8.
Ringkasan APBN 2004 dan APBN-P 2005
Perbandingan sebelum dan sesudah Debt Switching
(dalam triliun Rupiah)

No.	Item	2004 Sebelum	2004 Sesudah	2005 Sebelum	2005 Sesudah
	GDP/PDB		2301,1		2.558,7
1.	Penerimaan		356,2		443,8
2.	Pengeluaran		308,7		403,6
	(tidak termasuk bunga utang)				
3.	Kesimbangan Primer	47,5	47,5	40,2	40,2
4.	Pembayaran bunga				
	a. Utang DN	67,43	41,3	61,38	41,6
	b. Utang LN	24,4	24,4	18,1	18,1
5.	Defisit	-44,33	-18,2	-39,28	-19,5
6.	Pelunasan utang DN dan LN				
	a. Pelunasan pokok SUN	53,8	21,1	57,6	19,7
	b. Cicilan utang LN	44,4	44,4	34,7	34,7
	c. Pembelian kembali		-	1,2	1,2
7.	Pembiayaan				
	a. Penerbitan SUN	85,1	32,5	99,68	43,0
	b. Utang LN	28,2	28,2	29,1	29,1
	c. Privatisasi	5,0	5,0	3,5	3,5
	d. Penjualan aset BPPN	5,0	5,0	4,0	4,0
	e. Perbankan DN	19,2	19,2	(-3,5)	(-3,5)

Sumber: APBN 2004 dan APBN-P 2005

2. Dampak Kebijakan Terhadap APBN tahun 2004 dan 2005

Dampak yang ditimbulkan oleh kebijakan ini antara lain :

a. Terjadi pengurangan tekanan fiskal terhadap APBN

Telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, tekanan fiskal ditimbulkan oleh pos-pos pengeluaran yang sudah merupakan kewajiban dan komitmen pemerintah. Adanya pos-pos pengeluaran tersebut menyebabkan keleluasaan pemerintah dalam menyusun anggarannya menjadi berkurang, sehingga

pengeluaran untuk proyek dan program pembangunan yang dapat berfungsi sebagai *fiscal stimulus* akan semakin berkurang.

Adanya kebijakan *Debt Switching* ternyata tidak hanya mengurangi beban pembayaran obligasi yang jatuh tempo namun juga mengurangi beban bunga obligasi yang harus dibayar oleh pemerintah. Dalam tabel berikut ini disajikan perbedaan pembayaran bunga tersebut:

Pengurangan beban pembayaran bunga obligasi untuk tahun 2004 dan 2005 rata-rata sebesar

Tabel 9.
Perbandingan Porsi Penggunaan Penerimaan APBN
Untuk membayar kewajiban sebelum dan sesudah *Debt Switching*

Tahun	Sebelum	Sesudah	Selisih
2004	53%	37%	16%
2005	39%	26%	13%

Sumber: Tabel 8.

Rp 20 triliun merupakan pengurangan yang cukup berarti. Bila rata-rata pembayaran bunga utang luar negeri Indonesia untuk tahun 2004 dan 2005 adalah Rp 20 triliun, maka pengurangan itu akan menutup pembayaran bunga utang luar negeri.

Gambaran secara lebih lengkap dampak *Debt Switching* terhadap APBN 2004 dan APBN-P 2005 dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

Dari Tabel 5. dapat dilihat bahwa pengurangan pembayaran bunga obligasi berdampak pada pengurangan defisit APBN. Pengurangan defisit akan mengurangi penerbitan SUN (Surat Utang Negara). Perbandingan kondisi sebelum dan sesudah kebijakan *Debt Switching* dapat dilihat bahwa apabila pemerintah tidak melakukan kebijakan *Debt Switching* maka akan terjadi penambahan defisit yang cukup banyak pada APBN 2004 dan 2005. Dengan asumsi tidak terjadi penambahan utang luar negeri dan

untuk menutup defisit APBN digunakan penerbitan SUN, maka diperkirakan pada tahun 2004 pemerintah harus menerbitkan SUN senilai Rp. 85,1 triliun dan tahun 2005 sebesar Rp. 99,68 triliun.

Penerbitan dalam jumlah yang sangat besar tentu sangat beresiko baik bagi pemerintah maupun kondisi makroekonomi Indonesia. Penerbitan secara besar-besaran tentu akan membuat pasar obligasi menjadi tidak likuid (tidak lancar). Keadaan ini akan berakibat jatuhnya nilai obligasi baik yang telah beredar maupun yang akan beredar. Selain itu, bila pemerintah memaksakan untuk tetap menerbitkan SUN maka akan terjadi dua kemungkinan yaitu: SUN tidak laku atau pemerintah harus membayar *yield* (keuntungan) yang sangat besar kepada para investor.

Dari Tabel 8. dapat dilihat Implementasi kebijakan *Debt Switching*, selain berdampak terhadap pengurangan defisit APBN juga berdampak terhadap pengurangan

Tabel 10.
Perbandingan *Debt to GDP ratio* sebelum dan sesudah *Debt Switching*

Item	2004	2004	2005	2005
	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah
GDP	2301,1	2301,1	2558,7	2558,7
Utang LN	700.43	700.43	724	724
Utang DN	709.1	624	730.68	631
Total Utang	1409.53	1324.43	1454.68	1355
Debt to GDP ratio	61%	57.8%	57%	53%

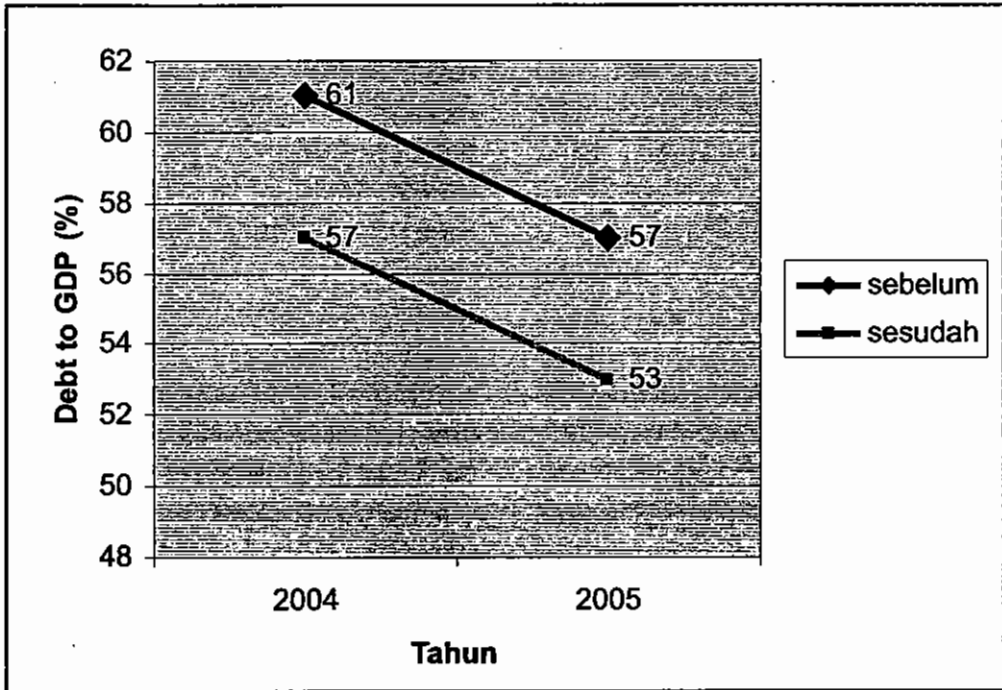
Sumber: APBN2004 dan RAPBN-P 2005

tekanan fiskal. Implementasi kebijakan tersebut berhasil mengurangi porsi penggunaan penerimaan negara untuk membiayai kewajiban-kewajiban yang telah menjadi komitmen pemerintah sebelumnya. Apabila tidak terjadi implementasi kebijakan ini maka pemerintah paling tidak harus mengalokasikan penerimaan untuk membayar kewajibannya sebesar Rp. 190,03 triliun untuk membayar kewajiban berupa bunga, cicilan maupun pokok utang dalam dan luar negeri untuk tahun 2004. Hal ini berarti lebih dari 53% penerimaan negara hanya digunakan untuk membayar kewajiban. Untuk tahun 2005, seandainya tidak ada kebijakan *Debt Switching* maka pemerintah harus mengalokasikan Rp. 172,98 triliun untuk membayar kewajibannya termasuk pembelian kembali obligasi yang belum jatuh tempo (*buy back*). Hal ini berarti pemerintah harus mengalokasikan lebih dari 39% penerimaannya untuk membayar kewajiban.

Setelah kebijakan ini diimplementasikan, pemerintah menjadi lebih leluasa dalam mengalokasikan penerimaannya. Adanya kebijakan ini kewajiban pemerintah untuk membayar kewajibannya pada tahun 2004 menjadi Rp. 131,2 triliun atau sekitar 37% dari porsi penerimaan APBN. Untuk tahun 2005 kewajiban yang harus dibayar adalah Rp. 115,3 triliun atau sekitar 26% dari porsi penerimaan. Selisih porsi penerimaan yang harus digunakan untuk membayar kewajiban pemerintah disajikan dalam tabel berikut ini:

Dari Tabel 9. dapat ditarik kesimpulan bahwa implementasi kebijakan *Debt Switching* memberikan dampak yang sangat signifikan dalam mengurangi tekanan fiskal pada tahun 2004 dan 2005. Untuk tahun 2004 berhasil mengurangi tekanan fiskal sebesar 16% dan 13% untuk tahun 2005. Hal ini berarti pada tahun 2004 pengurangan penggunaan penerimaan negara untuk membayar kewajiban

Gambar 2.
Diagram Perbandingan *Debt to GDP ratio*
Sebelum dan Sesudah *Debt Switching*



Sumber : Tabel 9

berupa cicilan, bunga maupun pelunasan utang dalam dan luar negeri adalah sebesar Rp. 57 triliun. Sedangkan untuk tahun 2005 berhasil dikurangi sebesar Rp. 57,6 triliun. Pengurangan dalam jumlah tersebut merupakan prestasi yang sangat berarti. Pengurangan beban tersebut berarti telah memberikan ruang gerak bagi APBN sehingga bisa dimanfaatkan untuk kepentingan pembangunan maupun pemberian santunan kepada rakyat berupa subsidi-subsidi.

b. Terjadi penurunan rasio utang terhadap GDP (*Debt to GDP ratio*)

Pada penjelasan sebelumnya telah disebutkan bahwa selain berdampak pada pengurangan tekanan fiskal, kebijakan ini juga berdampak pada penurunan rasio utang terhadap PDB (Produk Domestik Bruto). Pengurangan ini mempunyai arti bahwa porsi utang yang ditanggung masyarakat dalam tahun tertentu menjadi berkurang.

Tabel berikut ini menunjukkan perbandingan rasio utang terhadap

PDB sebelum dan sesudah implementasi kebijakan *Debt Switching*.

Tabel 9. memberi informasi bahwa implementasi kebijakan juga berdampak terhadap penurunan rasio utang terhadap total Produk Domestik Bruto. Bank Dunia memberi batas bahaya rasio utang terhadap PDB adalah 50%. Melihat kenyataan pada Tabel 10. rasio utang Indonesia masih berada di atas ambang bahaya meski pemerintah telah berupaya mengalihkan beban pembayaran utangnya beberapa tahun yang akan datang. Penurunan rasio utang terhadap PDB ini mengindikasikan adanya peningkatan kemampuan keuangan negara khususnya kemampuan dalam mengembalikan utang-utang yang pernah diciptakan. Selain mengindikasikan hal tersebut, penurunan rasio utang terhadap PDB yang terjaga secara terus menerus akan menciptakan ketahanan fiskal.

Pada tahun 2004, bila kebijakan *Debt Switching* tidak ada maka rasio utang terhadap PDB adalah 61%. Hal ini berarti bahwa dari seluruh penerimaan negara yang diperoleh selama tahun 2004 sebesar 61% berasal dari utang (sekitar Rp.1.400 triliun). Semakin besar rasio utang terhadap PDB maka semakin besar pula kewajiban yang harus dikeluarkan oleh pemerintah untuk melunasi utang-utang tersebut. Setelah terjadi kebijakan *Debt Switching* maka rasio

utang tersebut turun menjadi 57%. Penurunan rasio utang ini mengindikasikan berkurangnya penerimaan negara yang bersumber dari utang (menjadi sekitar Rp. 1.300 triliun). Hal ini juga berarti bahwa kemampuan negara untuk mengembalikan utang-utangnya semakin kuat karena jumlah utang mengalami penurunan. Demikian halnya untuk tahun 2004, rasio utang mengalami penurunan dari 57% menjadi 53%. Meskipun penurunan yang terjadi hanya sekitar 4% namun ketika hal itu dinilai dengan uang maka penurunan tersebut menunjukkan nilai yang sangat berarti yaitu sekitar Rp100 triliun.

KESIMPULAN

Pemerintah (Departemen Keuangan) memilih melaksanakan kebijakan *Debt Switching* sebagai solusi untuk mengatasi penumpukan struktur jatuh tempo obligasi rekapitalisasi pada tahun 2004-2009. Kebijakan ini dinilai sebagai kebijakan yang paling memungkinkan dilaksanakan pada saat itu setelah berbagai skenario untuk mengurangi stok obligasi memberikan hasil yang kurang memuaskan. Penggunaan *fresh money* yang dihasilkan BPPN untuk menutup defisit APBN merupakan pilihan yang tidak dapat dihindari oleh pemerintah. Tujuan awal dari penjualan aset BPPN yang harus selalu dikaitkan dengan

pengurangan stok obligasi tidak terwujud dengan baik karena kepentingan pemerintah tersebut.

Kebijakan *Debt Switching* dijalankan oleh pemerintah bertujuan untuk mengatur struktur jatuh tempo Obligasi Negara yang terkonsentrasi pada periode tahun 2004 sampai dengan 2009. Tujuan pemerintah mengatur struktur jatuh tempo obligasi adalah untuk menghindari resiko pembayaran pokok obligasi negara yang terlalu besar pada periode tersebut. Pengurangan ini diharapkan mampu mengurangi tekanan fiskal sehingga penerimaan APBN tidak hanya terfokus untuk membayar kewajiban-kewajiban pemerintah (bunga utang, cicilan utang, dan pembayaran pokok). Dalam jangka panjang kebijakan ini diharapkan mampu menciptakan ketahanan fiskal berkelanjutan (*fiscal sustainability*) yang diindikasikan dengan adanya penurunan *Debt to GDP ratio* dari tahun ke tahun secara berkesinambungan.

Dengan adanya kebijakan ini struktur jatuh tempo obligasi mampu disebar dengan waktu yang lebih panjang yaitu antara 2004 sampai dengan 2020. Dengan adanya penyebaran ini diharapkan pemerintah lebih leluasa dalam mengelola obligasi.

Selain menyebar struktur jatuh tempo, kebijakan ini juga mampu memindahkan nominal obligasi dari periode tahun 2004 sampai 2009 ke

periode yang lebih panjang yaitu sampai tahun 2020. Dengan adanya penyebaran nilai nominal ini beban pemerintah untuk membayar obligasi yang jatuh tempo setiap tahunnya menjadi berkurang.

Pengurangan beban pembayaran obligasi yang telah jatuh tempo tersebut berdampak pada pengurangan tekanan fiskal pada tahun bersangkutan. Pengurangan tekanan fiskal ini membuat pemerintah menjadi lebih leluasa dalam menyusun anggaran dan mengarahkan fokus-fokus pembiayaan kepada sektor-sektor yang dianggap penting dan mendesak.

Akhirnya, pengurangan tekanan fiskal tersebut mampu mengurangi pertambahan nilai utang dalam tahun bersangkutan. Pengurangan laju utang tersebut mampu menurunkan rasio utang terhadap Produk Nasional Bruto. Jika penurunan ini bisa berlangsung secara terus menerus maka akan menciptakan ketahanan fiskal berkelanjutan (*sustainability fiscal*).

SARAN-SARAN

Kekuatan politik pemerintah turut mempengaruhi kesuksesan pelaksanaan kebijakan ini pada tahun 2002-2003. Namun ketika perbankan ini telah melaksanakan divestasi, maka kepemilikan saham pemerintah akan

berkurang. Hal ini akan berdampak terhadap berkurangnya diskresi pemerintah terhadap obligasi rekap pada bank-bank tersebut. Di sini akan terjadi pergeseran pendekatan dari pendekatan politis ke pendekatan pasar. Kesuksesan pelaksanaan kembali kebijakan ini di masa datang sangat dipengaruhi sikap pemerintah dalam mendekati pasar. Pemerintah dituntut untuk mampu mengikuti kaidah-kaidah yang ada (*market friendly*) agar kebijakan ini mudah dilaksanakan kembali tanpa menimbulkan efek negatif, bahkan bisa semakin memperlancar dan memperdalam pasar modal. Selain itu, sebaiknya pemerintah berusaha untuk menahan divestasi sahamnya yang berada di Bank Mandiri dan BRI. Hal ini perlu dilakukan sebagai langkah cadangan bila pemerintah masih merasa keberatan dengan struktur jatuh tempo obligasi yang ada.

Selain memberikan berbagai dampak positif, kebijakan ini juga mempunyai dampak negatif yaitu bertambahnya total pembayaran bunga obligasi. Komponen yang menentukan besarnya bunga yang harus dibayar adalah jumlah obligasi dan tingkat suku bunga yang berlaku. Agar jumlah pembayaran bunga bisa makin ditekan maka tidak ada jalan lain bagi pemerintah kecuali dengan secara aktif mengurangi nominal obligasi

yang ada. Bahkan bila perlu pemerintah lebih aktif mengurangi nominal obligasi di luar rencana yang telah dilakukan. Hal ini bisa dilakukan dengan cara lebih aktif melakukan *buy-back* obligasi rekapitalisasi yang berbunga mengambang (*variable rate bonds*) dan kurang laku di pasar modal (volume perdagangannya rendah). Fokus pembelian kembali kepada obligasi berbunga mengambang karena tekanan inflasi akan terus menjadi ancaman Indonesia selama belum bisa mengurangi ketergantungan energi yang bersumber dari minyak bumi. Langkah ini selain akan mengurangi nominal obligasi juga akan memberikan ruang yang lebih leluasa di pasar modal sehingga bisa digunakan untuk penerbitan obligasi negara yang lebih laku di pasar. Selanjutnya, untuk mengurangi ancaman bertambahnya beban pembayaran bunga maka pemerintah perlu melakukan koordinasi yang lebih intens dengan Bank Indonesia sebagai otoritas moneter yang menentukan tinggi rendahnya tingkat suku bunga.

DAFTAR PUSTAKA

- Adiningsih, Sri., 1999. "Benarkah Ekonomi Indonesia Sudah Membaik?", *Forum Keadilan* No. 07, tanggal 23 Mei.
- BPPN., 2002, *Analisa Ekonomi: Skenario Pembayaran Pokok dan Bunga dari Obligasi Pemerintah*, Agency Planning & Secretary Division, Jakarta.
- Daruri, A. Deni, dan Edward, Djony., 2004, *BPPN Garbage in Garbage Out*, Centre for Banking Crisis, Jakarta.
- Feridhanusetyawan, Tubagus., 2003, "Escaping the Debt Trap", dalam Hadi Soesastro, Anthony L. Smith, and Han Mui Ling, (eds): *Governance in Indonesia Challenges Facing Megawati Preidency*, Institute of Southeast Asian Studies, Singapore.
- Prasetyantono, A. Tony., 2005, *Rambu-rambu yang Diabaikan*, Penerbit Buku Kompas, Jakarta.
- Rahmany, A. Fuad., 2004, "Ketahanan Fiskal dan Manajemen Utang dalam Negeri Pemerintah", dalam Heru Subiyantoro dan Singgih Riphath (eds): *Kebijakan Fiskal : Pemikiran, Konsep, dan Implementasi*, Penerbit Kompas, Jakarta.
- Retnadi, Djoko, 2002, "Reprofilng Obligasi Tanpa Tambahan Bunga, Mungkinkah?", *Kompas*, tanggal 20 November.
- Saidi, Zaim., 1998, *Soeharto Menjaring Matahari: Tarik-Ulur Reformasi Ekonomi Orde Baru Pasca-1980*, Penerbit Mizan, Jakarta.
- Stiglitz, Joseph E., 2002, *Globalization and Its Discontent*, W.W. Norton & Company, Inc., New York.
- Subianto, Bambang., 2004, "Kebijakan Fiskal Menghadapi Krisis", dalam Heru Subiyantoro dan Singgih Riphath (eds): *Kebijakan Fiskal : Pemikiran, Konsep, dan Implementasi*, Penerbit Kompas, Jakarta.
- Sukirno, Sadono, 2002, *Pengantar Teori Makroekonomi*, cetakan keempatbelas, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Kompas, 14 Mei 2002
- Peraturan Pemerintah
- APBN 2000
- APBN 2001
- APBN 2002
- APBN 2003
- APBN 2004
- RAPBN-P 2005

Rencana Pembangunan Jangka
Menengah (RPJM) 2005-2009

UU Nomor 24 Tahun 2002

Keputusan Menteri Keuangan Nomor
343/KMK.01/2003