



**DAMPAK KONDISI MAKROEKONOMI TERHADAP UTANG PUBLIK
DI ASEAN-4**

SKRIPSI

Oleh :

**USWATUN KHASANAH
NIM 140810101029**

**PROGRAM STUDI EKONOMI PEMBANGUNAN
JURUSAN ILMU EKONOMI DAN STUDI PEMBANGUNAN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS JEMBER
2018**



**DAMPAK KONDISI MAKROEKONOMI TERHADAP UTANG PUBLIK
DI ASEAN-4**

SKRIPSI

Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
pada Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Jember

Oleh:

USWATUN KHASANAH
NIM 140810101029

**PROGRAM STUDI EKONOMI PEMBANGUNAN
JURUSAN ILMU EKONOMI DAN STUDI PEMBANGUNAN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS JEMBER
2018**

PERSEMBAHAN

Dengan segala kerendahan hati dan puji syukur kehadiran Allah SWT, skripsi ini saya persembahkan kepada :

1. Orang tua tercinta, Ibu Cholila dan Bapak Nawais yang telah memberikan doa dan dukungan dalam setiap langkah yang ditempuh, mencurahkan kasih dan sayang sehingga dapat meraih cita-cita saya serta pengorbanan yang tak terhingga selama ini.
2. Kakak saya, Muhammad Hamzah , Titik Suryani Ningsih yang saya sayangi.
3. Guru-guru tersayang mulai dari Taman kanak-kanak hingga sekolah menengah atas, beserta bapak dan ibu dosen selama saya menempuh perkuliahan di Universitas Jember yang telah memberikan ketulusan hati untuk membimbing dan memberikan ilmu untuk kesuksesan saya.
4. Almamater UNIVERSITAS JEMBER.

MOTTO

“Dan apabila hamba-hambaku bertanya kepadamu (Muhammad) tentang aku, maka sesungguhnya aku dekat. Aku kabulkan permohonan orang berdo’a apabila dia berdo’a kepadaku. Hendaklah mereka itu memenuhi (perintah) ku dan beriman kepadaku, agar memperoleh kebenaran”
(QS. Al-Baqarah:186)

“Jika kau tak mampu terbang, lارilah. Jika kau tak mampu berlari, berjalanlah. Jika kau tak mampu berjalan, merangkaklah. Bergerak maju dengan merangkak, setidaknya.”
(*BTS - Not today*)

“Semuanya Mudah dengan Ilmu.”
(Uswatun Khasanah)

SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini,

Nama : Uswatun Khasanah

NIM : 140810101129

Jurusan : Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan

Konsentrasi : Ekonomi Moneter

Judul Skripsi : DAMPAK KONDISI MAKROEKONOMI TERHADAP
UTANG PUBLIK DI ASEAN-4

menyatakan dengan sesungguhnya dan sebenar-benarnya bahwa Skripsi yang saya buat adalah benar-benar hasil karya sendiri, kecuali apabila dalam pengutipan substansi disebutkan sumbernya, dan belum pernah diajukan pada institusi manapun, serta bukan karya jiplakan milik orang lain. Saya bertanggungjawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmiah yang harus dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya, tanpa adanya paksaan dan tekanan dari pihak manapun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata dikemudian hari pernyataan yang saya buat ini tidak benar

Jember, 25 JUNI 2018

Yang menyatakan,

Uswatun Khasanah
NIM.140810101129

SKRIPSI

**DAMPAK KONDISI MAKROEKONOMI TERHADAP UTANG PUBLIK
DI ASEAN-4**

Oleh
Uswatun Khasanah
Nim. 140810101129

Pembimbing

Dosen Pembimbing I : Dr.Regina Niken Wilantari, S.E., M.Si
Dosen Pembimbing II : Dra.Nanik Istiyani, M.Si

TANDA PERSETUJUAN

Judul Skripsi : DAMPAK KONDISI MAKROEKONOMI TERHADAP
UTANG PUBLIK DI ASEAN-4

Nama Mahasiswa : Uswatun Khasanah

NIM : 140810101129

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Jurusan : Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan

Konsentrasi : Ekonomi Moneter

Disetujui Tanggal : Juni 2018

Dosen Pembimbing I

Dosen Pembimbing II

Dr.Regina Niken Wilantari, S.E., M.Si
NIP. 197409132001122001

Dra.Nanik Istiyani, M.Si
NIP.196101121987022002

Mengetahui,
Ketua Jurusan

Dr. Sebastiana Viphindrartin. M.Kes
NIP. 19641108 198902 2 001

PENGESAHAN

Judul Skripsi

**DAMPAK KONDISI MAKROEKONOMI TERHADAP UTANG PUBLIK
DI ASEAN-4**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama Mahasiswa : Uswatun Khasanah
NIM : 140810101129
Jurusan : Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan
Konsentrasi : Ekonomi Moneter

telah dipertahankan di depan panitia penguji pada tanggal :

-

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.

SUSUNAN TIM PENGUJI

Ketua : Dr. Sebastiana Viphindartin, M.Kes.
NIP.196411081989022001 (.....)

Sekretaris : Dr. Duwi Yunitasari, S.E., M.E.
NIP.197806162003122001 (.....)

Anggota : Dr. Riniati, M.P.
NIP.196004301986032001 (.....)

Mengetahui/Menyetujui
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Jember

Dr. Muhammad Miqdad, SE,MM,Ak,CA
NIP. 19710727 199512 1 001

Foto 4 x 6

Dampak Kondisi Makroekonomi Terhadap Utang Publik Di ASEAN-4: Estimasi
Generalized Method of Moment (GMM) Panel

Uswatun Khasanah

*Jurnal Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas Jember*

ABSTRAK

Krisis keuangan global pada tahun 2008 telah mendorong terjadinya inflasi yang tinggi. Krisis tersebut juga membuat rentannya sistem ekonomi kapitalis pada sektor perdagangan uang dan modal untuk membiayai investasi. Hal tersebut berdampak langsung pada setiap negara berkembang. *Pasca* terjadinya krisis siklus keuangan global mengalami guncangan yang cukup berpengaruh terhadap perekonomian serta dapat mengancam defisit anggaran pemerintah terutama negara berkembang. Kenaikan utang publik tersebut didorong oleh pengaruh ketidakstabilan kondisi makroekonomi. Pengaruh pertumbuhan ekonomi, inflasi dan suku bunga negatif terhadap utang publik.

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian adalah GMM Panel dengan rentan waktu tahun 1987-2016. Penggunaan metode tersebut digunakan untuk melihat dampak yang dihasilkan oleh kondisi makroekonomi terhadap utang publik pada negara ASEAN-4 yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Filipina. Pengujian yang dilakukan dengan menggunakan GMM Panel pada kondisi makroekonomi negara ASEAN-4 memiliki respon negatif terhadap guncangan atau *shock* yang dihasilkan oleh utang publik.

Kata Kunci: GMM Panel, Hiperinflasi, utang publik.

*The Impact of Macroeconomic Condition on Public Debt In ASEAN-4: Estimates
Generalized Method of Moment (GMM) Panel*

Uswatun Khasanah

*Department of Economics and Development Study, the Faculty of Economics and
Business, the University of Jember*

ABSTRACT

The global financial crisis in 2008 has led to high inflation. The crisis also makes the vulnerability of the capitalist economic system to the trade and money sectors of capital to finance investment. It has a direct impact on every developing country. After the onset of the global financial crisis crisis experienced significant shocks to the economy and could threaten the government budget deficit, especially developing countries. The increase in public debt is driven by the instability of macroeconomic conditions. Influence of economic growth, inflation and negative interest rates on public debt.

Research method used in this research is GMM Panel with vulnerable time of year 1987-2016. The use of such methods is used to see the impacts of macroeconomic conditions on public debt on ASEAN-4 countries, namely Indonesia, Malaysia, Thailand and the Philippines. Tests conducted using the GMM Panel on the macroeconomic conditions of ASEAN-4 countries have a negative response to shocks or shock generated by public debt.

Keywords: GMM Panel, Hyperinflation, public debt.

RINGKASAN

Dampak Kondisi Makroekonomi Terhadap Utang Publik Di ASEAN-4: Estimasi *Generalized Method of Moment* (GMM) Panel; Uswatun Khasanah; 140810101029; 2018; 175 halaman; Jurusan Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jember.

Krisis keuangan global tahun 2008 memberikan dampak bagi seluruh negara didunia terutama bagi negara-negara yang masih berkembang. Krisis keuangan tersebut juga menyebabkan kondisi makroekonomi tidak berjalan stabil. Inflasi yang tinggi, diikuti suku bunga yang tinggi serta berakibat pada pertumbuhan ekonomi yang melambat sehingga dapat memengaruhi defisit anggaran pemerintah. Pasca krisis yang terjadi dapat dikatakan bahwa defisit anggaran pemerintah di beberapa negara berkembang semakin meningkat ang diikuti kenaikan utang pemerintah. Defisit yang disebabkan oleh ketidakstabilan makroekonomi tersebut cukup berpengaruh terhadap perekonomian, kondisi tersebut juga dapat dikatakan mengancam stabilitas fiskal terutama negara-negara yang berkembang. Kondisi makroekonomi memiliki pengaruh terhadap utang publik, sehingga kestabilan makroekonomi tersebut akan mempengaruhi utang publik pada setiap negara. Hal tersebut disebabkan karena kondisi makroekonomi memiliki hubungan kausalitas positif dengan utang publik. Berdasarkan pada penelitian lain yang telah dilakukan menunjukkan bahwa kondisi makroekonomi pada negara ASEAN memiliki hasil respon yang berbeda terhadap utang publik. Akan tetapi penelitian tersebut tidak menjelaskan alasan-alasan secara spesifik mengapa negara-negara yang masih berkembang seperti negara ASEAN kondisi makroekonomi memiliki respon yang berbeda. Hal ini menjadi alasan bahwa penelitian yang dilakukan harus menguraikan mengapa negara-negara ASEAN masih merespon negatif pertumbuhan ekonomi, inflasi dan suku bunga terhadap utang publik. Tujuan dari penelitian adalah untuk mengetahui respon dan hubungan pada tiga variabel tersebut dengan fluktuasi dari utang publik.

Penelitian yang dilakukan berbasis kuantitatif dan merupakan penelitian empiris untuk menguji variabel independen yaitu pertumbuhan ekonomi, inflasi dan suku bunga terhadap variabel dependen yaitu utang publik pada negara ASEAN-4 yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Filipina dengan runtun waktu tahun 1987-2016. Jenis data penelitian yang dilakukan adalah data sekunder dan sumber data yaitu berasal dari *World Bank*, Bank Indonesia, badan Pusat Statistik (BPS) dan *Asia Development Bank*. Data variabel utang publik yang digunakan adalah data jumlah obligasi pemerintah yang merupakan salah satu indikator yang paling penting dalam mengetahui utang pemerintah di suatu negara. Sedangkan kondisi makroekonomi yang digunakan adalah pertumbuhan ekonomi, inflasi dan suku bunga. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian adalah GMM yaitu menggunakan analisis GMM panel yang digunakan untuk melihat respon dari guncangan yang dihasilkan oleh variabel dependen yang digunakan yaitu utang publik.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi pada ASEAN-4 memiliki respon yang negatif terhadap utang publik dan variabel inflasi

memiliki respon yang negatif terhadap utang publik. sedangkan variabel suku bunga juga memiliki respon negatif terhadap utang publik. Berdasarkan pada hasil estimasi yang telah dilakukan ada beberapa implikasi kebijakan yang dapat digunakan oleh pembuat kebijakan atau otoritas fiskal negara-negara ASEAN-4 dalam mencegah dan menghindari dampak negatif dari utang publik yang mana ketiga variabel merespon sama dari fluktuasi yang dihasilkan. Kebijakan yang pertama yang dapat diambil adalah kebijakan defisit anggaran yang difokuskan pada kenaikan utang publik. Kenaikan utang publik adalah pembiayaan yang dapat dilakukan pemerintah untuk menutupi anggaran defisitnya ketika terjadi ketidakstabilan makroekonomi. Kebijakan ini dapat diterapkan agar seluruh pembiayaan defisit dapat tertutupi pada negara-negara berkembang mengalami peningkatan seiring dengan ketidakstabilan makroekonomi. Meskipun pertumbuhan ekonomi, inflasi dan suku bunga negara ASEAN-4 tidak merespon guncangan yang dihasilkan oleh ketidakstabilan makroekonomi, kenaikan utang publik dapat terjadi karena faktor-faktor lain seperti penurunan penghasilan dari pajak yang diturunkan oleh pemerintah.

Kebijakan lain yang dapat digunakan untuk hasil variabel kondisi makroekonomi yang negatif merespon guncangan atau shock yang dihasilkan oleh utang publik adalah menetapkan batas pungutan pajak pada kebijakan fiskal, ini akan mencegah terjadinya gelembung pada utang pemerintah yang dimiliki oleh suatu negara. Kebijakan ini berkaitan dengan penerimaan negara dalam kebijakan Anggaran Pendapatan Belanja Negara. Penetapan batas pajak akan membuat pemerintah mempunyai rencana dalam penetapan anggaran utang publik seperti penetapan besar obligasi yang akan diterbitkan. Sedangkan untuk bank central dapat membantu pemerintah dalam menangani utang publik dengan membuat kebijakan moneter dengan meningkatkan M1, dan cadangan devisa. Peran masyarakat juga dapat mendukung penurunan utang publik dengan meningkatkan konsumsinya.

SUMMARY

The Impact of Macroeconomic Condition on Public Debt In ASEAN-4: Estimates Generalized Method of Moment (GMM) Panel; Uswatun Khasanah; 140810101029; 2018; 175 pages; Department of Economics and Development Studies Faculty of Economics and Business, University of Jember.

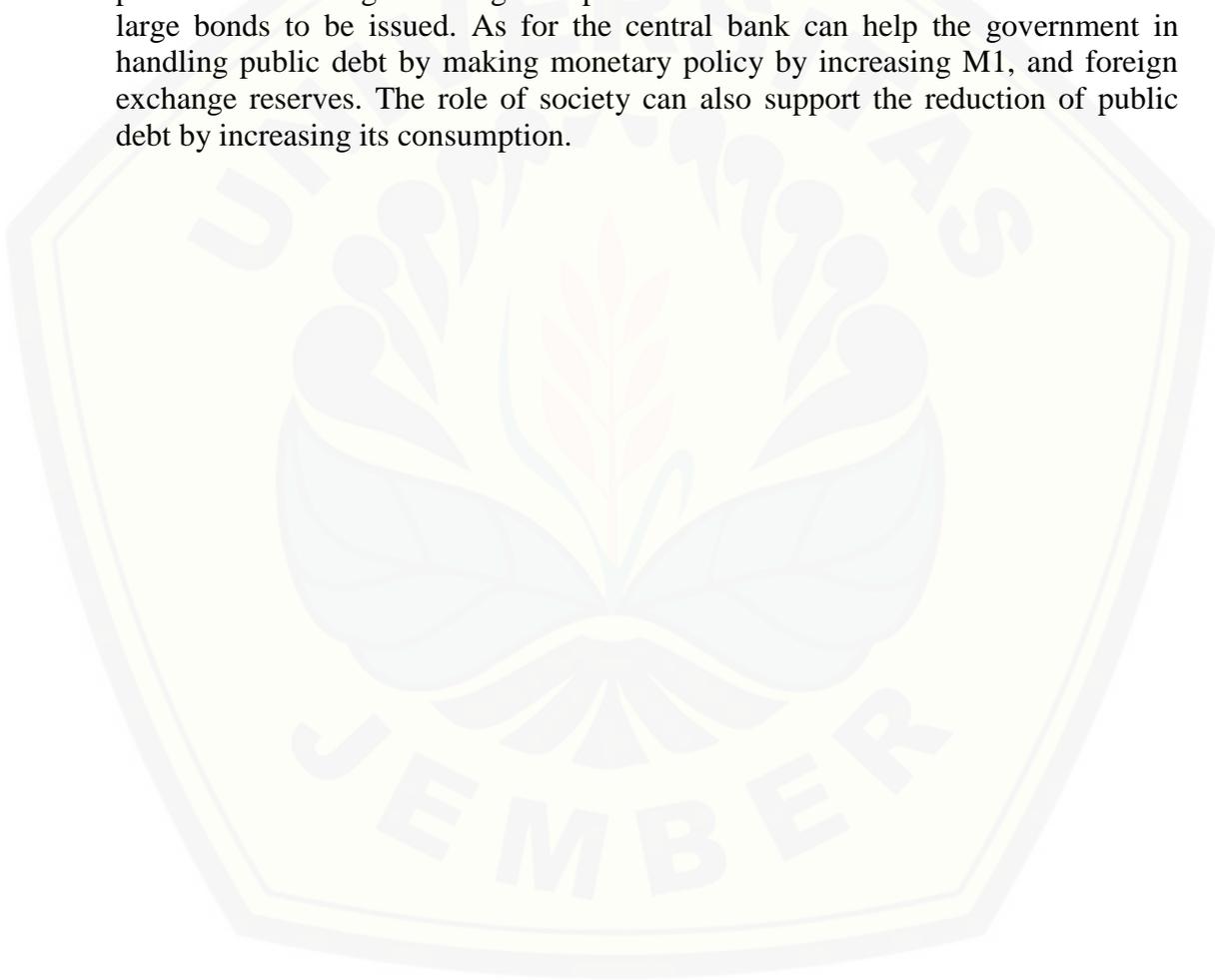
The global financial crisis of 2008 has impacted all countries in the world especially for developing countries. The financial crisis also caused macroeconomic conditions to be unstable. High inflation, followed by high interest rates and resulting in slower economic growth that could affect government budget deficits. After the crisis, it can be said that the government budget deficit in some developing countries has increased, followed by the increase of government debt. The deficit caused by the macroeconomic instability is quite influential to the economy, the condition can also be said to threaten the fiscal stability, especially the developing countries. Macroeconomic conditions have an influence on public debt, so that macroeconomic stability will affect public debt in every country. This is because macroeconomic conditions have a positive causality relationship with public debt. Based on other studies that have been conducted show that macroeconomic conditions in ASEAN countries have different responses to public debt. However, the study does not explain the specific reasons why developing countries such as ASEAN countries have macroeconomic conditions that have different responses. This is the reason that the research should describe why ASEAN countries still respond negatively to economic growth, inflation and interest rates on public debt. The purpose of the research is to find out the response and the relationship of the three variables with the fluctuation of public debt.

The research is based on quantitative and empirical research to examine the independent variables, namely economic growth, inflation and interest rate on the dependent variable, ie public debt in ASEAN-4 countries, namely Indonesia, Malaysia, Thailand and the Philippines with the time series of 1987-2016. The type of research data is secondary data and data sources are from World Bank, Bank Indonesia, Central Statistics Agency (BPS) and Asia Development Bank. The data of public debt variable used is the amount of government bond data which is one of the most important indicators in knowing government debt in a country. While the macroeconomic conditions used are economic growth, inflation and interest rates. The analytical method used in this research is GMM that is using GMM panel analysis which is used to see the response from shocks generated by the dependent variable used is public debt.

The test results show that economic growth in ASEAN-4 has a negative response to public debt and the variable of inflation has a negative response to public debt. while interest rate variables also have a negative response to public debt. Based on the estimation result, there are some policy implications that can be used by policy makers or fiscal authorities of ASEAN-4 countries in preventing and avoiding the negative impact of public debt in which the three variables respond equally from the resulting fluctuations. The first policy that can be taken is a budget deficit policy focused on increasing public debt. The increase

in public debt is a financing that the government can do to cover its budget deficit when macroeconomic instability occurs. This policy can be applied so that all deficit financing can be covered in developing countries has increased along with macroeconomic instability. Although economic growth, inflation and interest rates of ASEAN-4 countries do not respond to shocks generated by macroeconomic instability, the rise in public debt can occur due to other factors such as decreasing income from government-imposed taxes.

Another policy that can be used for negative macroeconomic variables results in response to shocks or shock generated by public debt is to set a tax levy limit on fiscal policy, this will prevent bubbles from government debt held by a country. This policy is concerned with state revenues in the disguise of the State Revenue Budget. Determination of the tax limit will make the government have a plan in determining the budget of public debt such as the determination of the large bonds to be issued. As for the central bank can help the government in handling public debt by making monetary policy by increasing M1, and foreign exchange reserves. The role of society can also support the reduction of public debt by increasing its consumption.



PRAKATA

Puji syukur kehadiran Allah SWT atas rahmat, hidayah, dan karuniaNya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Sholawat dan salam semoga selalu tercurahkan kepada Nabi Muhammad SAW atas petunjuk yang telah diberikan kepada ummatnya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul “DAMPAK KONDISI MAKROEKONOMI TERHADAP UTANG PUBLIK DI ASEAN-4”. Penyusunan Skripsi ini digunakan untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Ekonomi dan Studi Pembangunan di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.

Penulis mengucapkan terima kasih kepada seluruh pihak yang telah memberikan bimbingan, dukungan, arahan, nasehat, kasih sayang dan kritik yang membangun kepada penulis selama penyusunan skripsi ini, khususnya kepada :

1. Ibu Dr.Regina Niken Wilantari, S.E., M.Si selaku Dosen Pembimbing Utama yang memberikan arahan, ide, saran, motivasi dan kritik yang selalu membangun dalam membimbing saya selama proses penelitian. Terima kasih telah meluangkan waktu Ibu untuk sabar dan memberikan semangat kepada saya;
2. Ibu Dra.Nanik Istiyani, M.Si selaku Dosen Pembimbing Anggota yang selalu sabar mengarahkan penelitian saya, dengan teliti dan sabar mengoreksi penelitian saya, memberikan kritik, ide serta saran agar penelitian yang saya lakukan dapat menjadi penelitian yang baik dan berguna untuk nantinya;
3. Ketua dan Sekertaris Jurusan Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan Universitas Jember;
4. Ketua Program Studi S1 Ekonomi Pembangunan Jurusan Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember;
5. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember;
6. Bapak Adhitya Wardhono, S.E., M.Sc., Ph.D, yang telah memberikan kesempatan kepada saya untuk menimba ilmu, mendapatkan arahan, mendapatkan pengalaman baru yang belum pernah saya dapatkan sebelumnya. Saya ucapkan banyak terima kasih karena beliau mau memberikan motivasi serta membagi pengalaman serta ilmu yang sangat bermanfaat bagi saya dan teman-teman. Memberikan kesempatan kepada saya dan teman-teman untuk mengenal dunia baru yang belum tentu saya dapatkan ditempat yang lain;
7. Bapak Abdul Nasir, S.E., M,Sc. Terima kasih yang tak terhingga saya ucapkan karena mau membimbing dan mengajarkan kepada saya dan teman-teman, serta dengan sabar mengarahkan kami semua menjadi mahasiswa yang semestinya;
8. Seluruh Bapak dan Ibu dosen beserta staf karyawan di lingkungan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember;
9. Ibu Aisah Jumiati, SE.,MP selaku Dosen Pembimbing Akademik (DPA) yang selama mengarahkan dan memberikan saran pengambilan mata kuliah sehingga dapat menyelesaikan studi kuliah dengan tepat;
10. Ibunda Cholila dan Ayahanda Nawais tercinta, terima kasih tak terhingga saya ucapkan atas doa yang terus mengalir tiada henti, dukungan baik

secara material dan spiritual, kasih dan sayang yang sangat tulus, semangat, kerja keras dan pengorbanan untuk membahagiakan saya, serta kesabaran hingga saya dapat meraih cita cita untuk kebahagiaan dan kesuksesan saya dimasa depan. Tiada kata selain terima kasih yang sebesar-besarnya yang dapat saya sampaikan serta bakti saya untuk ibunda dan ayahanda tercinta;

11. Kakek saya Nabri dan Satrawi, dan Nenek saya Sukarni dan Murniti terima kasih telah memberikan dukungan, semangat dan mendokan kelancaran dan kesuksesan saya.
12. Teman Seperjuangan skripsi saya Alfiatus Sholihah, Prista Silvina, Hambali, Dwi kuspujianti, Qurrotul A'yun, Yuli, Melinda, Leli, Liza, Humai, Riska Uswatun Khasanah yang telah menemani berjuang bersama, memberikan semangat, dan bantuan, memberikan saran dan kritikan serta membantu dan menghibur saya untuk tidak pernah menyerah.
13. Teman-teman Pesantren kamar J11, Kamar G1, Kamar khusus Tahfidz di Popes Al-Qodiri 1 Jember yang menemani, mendukung dan menjerumuskan saya menjadi orang baik diPondok. Tak lupa terima kasih
14. Teman perjuangan Moneter 2014; Warda, Wahyudi, Hamid, Haris, Novi, Ayu, Ekan, Home, Iis, Iir, Riris, Virda, Fera, Fendi, Mia, Farida, Vivi, Eva, Tiwi, Silvi dan lainnya.
15. UKM BASTILING, UMKI LDK UNEJ, KSEI, EXSPOS terima kasih karena telah memberikan pengalaman tentang berorganisasi, ilmu dan arti kebersamaan selama saya kuliah.
16. Teman-teman KKN 39, yaitu fahmi, Salem, drajat, danar, ayu., Fitri, Ica, Nuri, Nafi. Terimakasih atas 45 hari hidup bersama dan pengalaman yang mengesankan di desa Jorong, Leces, Probolinggo.
17. Semua pihak yang telah membantu dalam menyelesaikan skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih atas bantuannya.

Akhir kata tidak ada yang sempurna didunia ini, penulis sadar akan keterbatasan dan kurang sempurnanya penulisan skripsi ini, oleh karena itu segala saran dan kritik yang bersifat membangun sangat penulis harapkan. Semoga skripsi ini bermanfaat dan memberikan tambahan pengetahuan bagi penulisan karya tulis selanjutnya.

Penulis

Uswatun Khasanah
NIM. 1408101011129

DAFTAR ISI

SKRIPSI	ii
PERSEMBAHAN	ii
MOTTO	iv
SURAT PERNYATAAN	v
SKRIPSI	vii
TANDA PERSETUJUAN	vii
PENGESAHAN	viii
SUSUNAN TIM PENGUJI	viii
ABSTRAK	ix
ABSTRAC	x
RINGKASAN	xi
SUMMARY	xiii
PRAKATA	xv
DAFTAR ISI	xvii
DAFTAR TABEL	xix
DAFTAR GAMBAR	xx
DAFTAR GRAFIK	xxii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	7
1.4 Manfaat Penelitian.....	8
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	9
2.1 Landasan Teori	9
2.2 Penelitian sebelumnya	32
2.3 Kerangka Konseptual	45
2.4 Hipotesis Penelitian	47
BAB 3. METODE PENELITIAN	48
3.1 Jenis dan Sumber Data	48
3.2 Spesifikasi Model Penelitian	49
3.3 Metode Analisis Data	52
3.4 Definisi variabel Operasional	57
BAB 4. PEMBAHASAN	59
4.1 Gambaran Umum ASEAN-4.....	59
4.2 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif	103
4.3 Hasil Estimasi GMM Panel	107

4.4	Analisis Hasil Estimasi GMM Panel.....	116
4.5	Implikasi kebijakan Utang Publik.....	127
BAB 5. PENUTUP.....		134
5.1	Kesimpulan.....	134
5.2	Saran.....	134
DAFTAR PUSTAKA.....		137

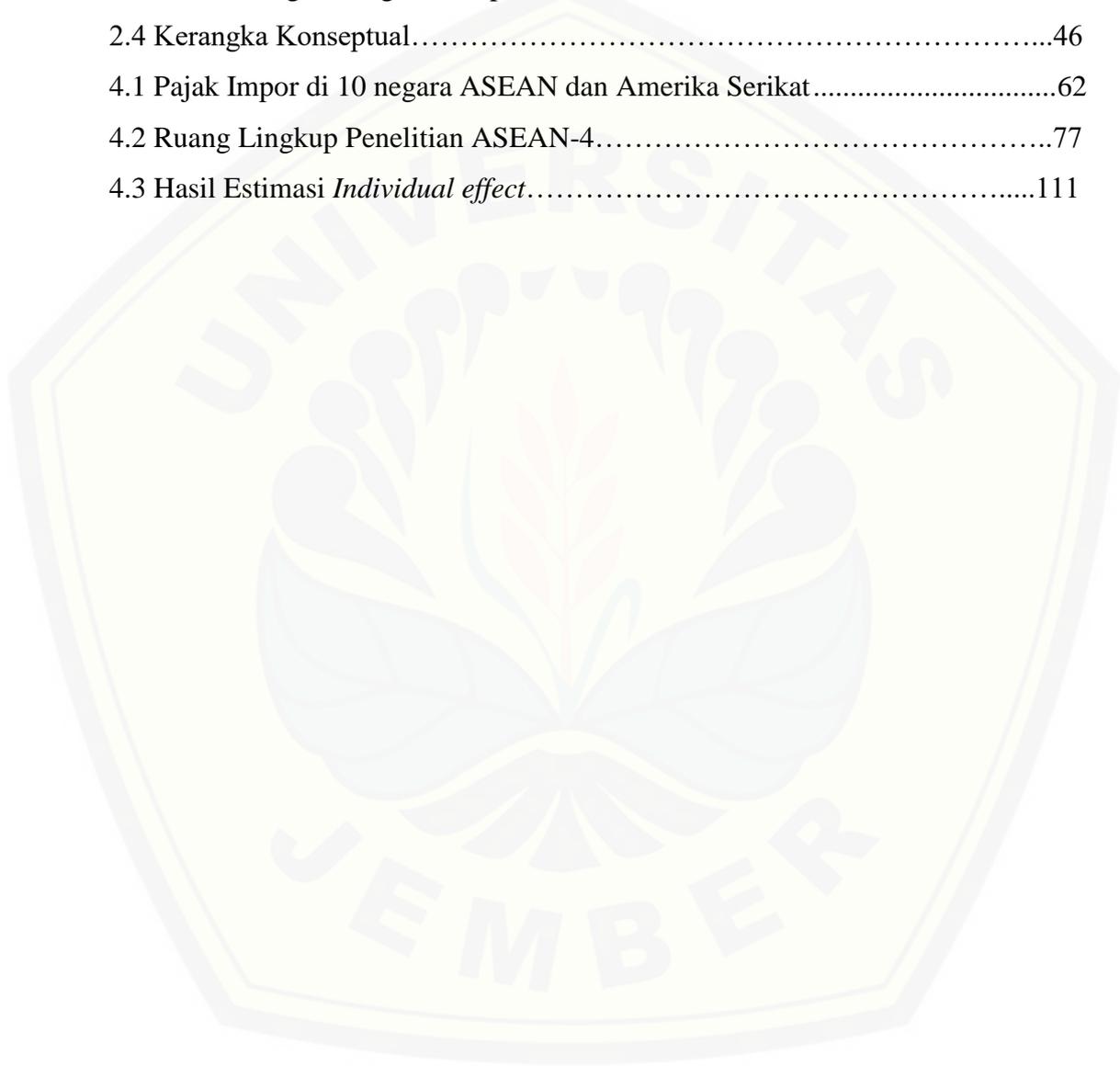


DAFTAR TABEL

2.1 Penelitian Terdahulu	39
4.1 Perkembangan integrasi ekonomi Eksternal ASEAN	76
4.2 Perkembangan Kondisi makroekonomi di Indonesia	79
4.3 Perkembangan Kondisi makroekonomi di Malaysia	87
4.4 Perkembangan Kondisi Makroekonomi di Thailand	92
4.5 Perkembangan Kondisi Makroekonomi di Filipina	96
4.6 Perkembangan Utang Pemerintah di ASEAN-4	99
4.7 Hasil Uji Statistik Deskriptif	106
4.8 Hasil Uji Chow	108
4.9 Hasil Uji Langrange Multiplier (LM)	108
4.10 Hasil Uji Hausmant Test	109
4.11 Hasil Uji Estimasi <i>Cross Section Fixed Effect</i>	110
4.12 Hasil Estimasi OLS	112
4.13 Hasil Uji F	112
4.14 Hasil Uji Multikolinearitas	114
4.15 Hasil Uji Asumsi klasik di ASEAN-4	115
4.16 Hasil Estimasi GMM Panel	115
4.17 Pendapatan Perkapita tahun 2017 di ASEAN-4	128
4.18 Pengeluaran Negara Tahun 2018 di ASEAN-4	128
4.19 Penetapan kebijakan Fiskal di ASEAN-4	129
4.20 Tarif Pajak Individu yang Diterapkan 2017 di ASEAN-4	131
4.21 Tingkat M1, Surat Utang dan Cadangan Devisa 2017	132
4.22 Tingkat Konsumsi Pada Masyarakat Tahun 2017 di ASEAN-4	133

DAFTAR GAMBAR

1.1 Perkembangan inflasi, suku bunga dan pertumbuhan ekonomi.....	4
1.2 Perkembangan obligasi pemerintah	6
2.1 The <i>Debt Overhang Theory</i>	12
2.2 Pertumbuhan pengeluaran pemerintah menurut wagner	20
2.3 Perkembangan Pengeluaran pemerintah menurut Peacock.....	21
2.4 Kerangka Konseptual.....	46
4.1 Pajak Impor di 10 negara ASEAN dan Amerika Serikat.....	62
4.2 Ruang Lingkup Penelitian ASEAN-4.....	77
4.3 Hasil Estimasi <i>Individual effect</i>	111



BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pembangunan ekonomi merupakan proses untuk memperkecil ketinggalan dibidang ekonomi. Pembangunan ini menjadi prasarat yang mutlak dilakukan oleh negara berkembang agar dapat meningkatkan kesejahteraannya. Upaya pembangunan ekonomi umumnya diprakarsai oleh pemerintah namun, terkendala akibat kurangnya sumber daya yang produktif seperti sumber daya modal yang sangat berperan dalam proses pembangunan. Sumber daya modal merupakan pendukung dalam proses pembangunan sehingga target pertumbuhan ekonomi nasional dan peningkatan pendapatan perkapita masyarakat meningkat. Untuk mencukupi sumber daya modal ini maka pemerintah berusaha untuk mencukupinya melalui berbagai pinjaman, maka pinjaman inilah yang biasa disebut utang pemerintah atau utang publik. utang tersebut diterima pemerintah dalam bentuk hibah serta *soft loan* dari negara lain dan lembaga lembaga nasional, baik secara bilateral maupun multilateral. Utang publik didefinisikan sebagai berapa banyak negara yang berhutang kepada pemberi pinjaman di luar dirinya sendiri. Ini bisa mencakup individu, bisnis, dan bahkan pemerintah lainnya. Istilah "utang publik" digunakan secara bergantian dengan istilah *sovereign debt* (BI,2013). Utang publik biasanya hanya mengacu pada utang nasional, namun beberapa negara juga memasukkan utang yang harus dibayar oleh negara bagian, provinsi, dan kota. Sedangkan utang pemerintah (*government debt*) didefinisikan utang pemerintah pusat kepada peminjam dalam dan luar negeri. Utang pemerintah muncul sebagai suatu hasil dari pengeluaran pemerintah yang lebih besar dibandingkan dengan penerimaan dari pajak dan penerimaan-penerimaan lainnya (BI, 2013).

Anggaran utang publik harus disertai pengawasan dalam penggunaannya agar tidak menyebabkan ketidakstabilan ekonomi. Guncangan kebijakan moneter yang meningkatkan suku bunga dapat menurunkan inflasi. Dalam mekanisme transmisi biasanya: (1) biaya modal yang lebih tinggi, menurunkan nilai aset sekarang yang

dapat menurunkan investasi dan konsumsi, (2) apresiasi mata uang domestik yang menyebabkan penurunan ekspor bersih dan permintaan secara keseluruhan, (3) modal bank dan efek neraca berpengaruh negatif terhadap pasokan kredit dan dapat mendorong investasi dan menurunkan belanja konsumen (Boilvin *et al.*, 2011). Inflasi dapat menyebabkan guncangan moneter.

Menurut Camous. A, dan Andrew R. Gimber (2018) Kebutuhan intervensi fiskal pada perekonomian didasarkan pada dua model pemikiran yang berbeda: (1) Ide Keynesian yang lebih condong terhadap belanja. Dengan meningkatkan pengeluaran publik akan menaikkan perekonomian. Pengaruh langsung terhadap kenaikan inflasi, tapi lebih banyak berpengaruh pada peningkatan pajak yang terkumpul, sehingga dapat membawa dampak positif pada neraca fiskal. (2) Konsensus Washington dalam UE dari pemerintah Jerman. Ide ini lebih condong pada pengurangan biaya, sehingga mengganggu keseimbangan fiskal dengan mengurangi sisi biaya. Utang publik tidak hanya membuat perubahan pada sisi makroekonomi. Namun, juga pada sisi mikroekonomi seperti pada keuangan masyarakat. Jika masyarakat mengharapkan pajak masa depan, mereka mengurangi konsumsi saat ini dan efek stimulasi pengeluaran dapat dikurangi atau dapat berkontraksi bersih. Namun, jika agen-agen di ekonomi mengharapkan stabilisasi utang melalui pengeluaran pemerintah yaitu pembalikan pengeluaran dimasa depan, maka akan ada efek positif jangka pendek yang lebih besar dari output (Laura E. Jackson, Michael T. Owyang, dan Sarah Zubairy., 2018). Guncangan moneter akan menurunkan output dan inflasi. Mekanismenya dalam transmisi biasanya dipertimbangkan dalam karya sastra melalui: (i) Modal biaya yang lebih tinggi, akan menurunkan nilai nominal mata uang sekarang dari asset atau peluang yang lebih tinggi dari nilai sekarang. (ii) Apresiasi mata uang domestik yang mengarah pada penurunan ekspor neto dan permintaan keseluruhan. (iii) Modal bank dan efek neraca, yang berpengaruh negatif terhadap pasokan kredit dan oleh karena itu mendorong investasi dan belanja konsumen turun (Boilvin *et al.*, 2011).

Pandangan tradisional menganggap bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap utang publik. Hipotesis *Ricardian equivalence* menyiratkan netralitas utang dalam negeri dalam pertumbuhan. Umumnya utang dalam negeri menjadi pertimbangan bahwa hal itu akan digunakan untuk tujuan investasi. Masalah ini secara empiris diuji dengan menggunakan uji Kointegrasi dan uji kausalitas Granger untuk India selama periode 1959-1995. Uji Kointegrasi dan kausalitas Granger mendukung hipotesis *Ricardian equivalence* antara utang dalam negeri dan pertumbuhan (Singh, dalam Sheikh 2010).

Abbas dan Christensen (2007) mengeksplorasi peran pasar utang dalam negeri dalam pertumbuhan ekonomi. Penelitian mereka meliputi 93 negara selama Tahun 1975 sampai dengan tahun 2004 dan mengungkapkan bahwa pasar utang domestik memiliki peran yang semakin penting dalam mendukung pembangunan ekonomi di negara-negara berkembang. Efek paling menonjol dari utang dalam negeri adalah efek *crowding out* pada investasi swasta. Ketika pemerintah meminjam dalam negeri, mereka menggunakan tabungan swasta domestik yang akan biasanya digunakan untuk pinjaman sektor swasta. Pada gilirannya, sisa dana pinjaman di pasar meningkatkan biaya modal bagi peminjam swasta, mengurangi permintaan investasi swasta, dan pada akhirnya akumulasi modal, pertumbuhan dan kesejahteraan (Diamond, 1965).

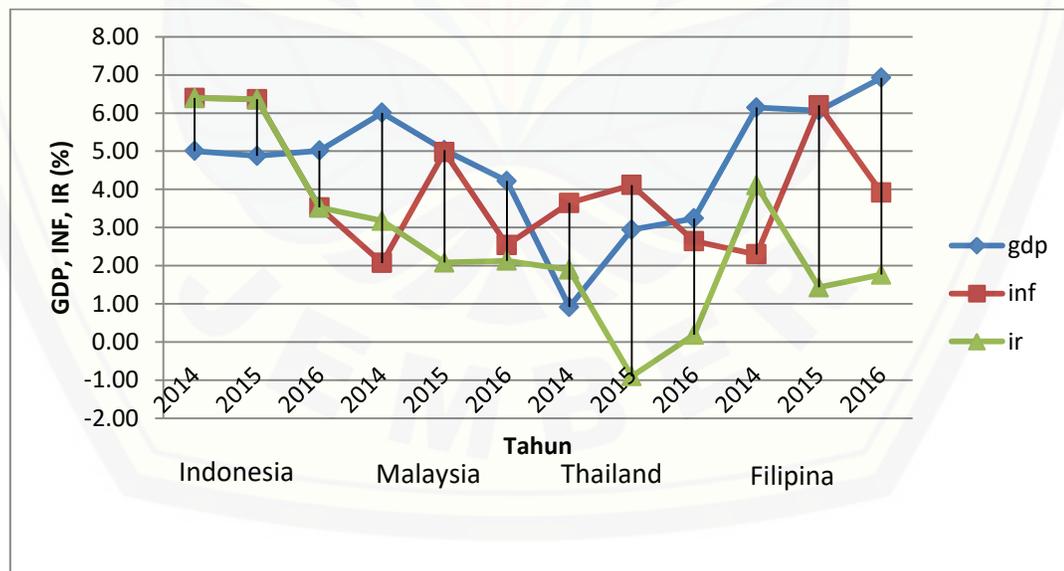
Meskipun telah terjadi perubahan pada struktur utang publik, Utang publik masih menjadi hal yang perlu diperhatikan mengingat dampaknya terhadap perekonomian yang sangat besar. Banyak Penelitian yang sudah membuktikan bahwa utang pemerintah berpengaruh pada perubahan kebijakan moneter seperti Lletzki dkk (2013) mempertimbangkan panel data dari 44 negara berkembang dan berpenghasilan rendah dan menemukan bahwa utang negara yang tinggi (diatas 60% dari PDB), efek dari stimulus pemerintah negatif dalam jangka panjang. Namun, Corsetti *et al.*, (2012) mempertimbangkan data di 17 negara OECD dan menemukan bahwa sementara respons dampak PDB terhadap guncangan pengeluaran pemerintah lebih kecil selama utang tinggi (Laura E. Jackson dan Michael T. O. *et.al.*, 2018).

Reinhart dan Rogoff (2011) berpendapat bahwa krisis utang dapat menjadi awal krisis keuangan yang dapat menjadi bencana besar bagi kinerja ekonomi. Teori ini menunjukkan bahwa tingkat utang negara berpotensi mempengaruhi dampak stimulus pengeluaran pemerintah ekonomi. Jika tingkat utang tinggi, maka peningkatan pengeluaran pemerintah menandakan bahwa karena motif stabilitasi utang, dan diikuti oleh pengetatan fiskal (Laura E. Jackson, Michael T. O, dan Sarah Zubairy, 2018).

Dalam era globalisasi sekarang ini, pembahasan mengenai utang dalam negeri dan utang luar negeri tidak dapat dipisahkan, karena keduanya menjadi semakin saling terkait satu sama lain. Suatu negara yang menganut rezim *open capital account* “aliran modal terbuka”, utang dalam negeri dapat diubah menjadi utang luar negeri, dan sebaliknya, dengan cukup mudah. Utang luar negeri tidak lebih penting dari utang dalam negeri, karena keduanya adalah utang yang harus dilunasi dengan penciptaan nilai tambah, bukan dengan pencetakan uang. Pandangan seperti ini telah terbukti keliru dan menimbulkan berbagai permasalahan fiskal di negara-negara berkembang yang pada akhirnya menyebabkan krisis, seperti krisis utang pada tahun 1982, hiperinflasi di negara-negara Amerika Latin pada tahun 1980-an, krisis Meksiko pada tahun 1994-1994, dan krisis Asia Timur pada tahun 1997 (Ascarya dan Diana Yumanit, 2004). Negara Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand merupakan negara yang memiliki utang pemerintah yang cukup besar. Indonesia adalah negara yang pernah mengalami guncangan moneter akibat hiperinflasi.

Inflasi dapat berakibat baik dalam perekonomian apabila dapat direspon positif bagi yang siap menghadapi namun inflasi yang terlalu berlebihan atau biasa disebut hiperinflasi dapat membuat dampak buruk bagi perekonomian seperti krisis moneter. krisis finansial yang dimulai pada juli 1997 di Thailand, dan mempengaruhi mata uang, bursa saham, dan harga asset lainnya di beberapa negara Asia. Di Penyebab krisis moneter dipengaruhi oleh utang luar negeri yang sangat besar dan umumnya jangka pendek yang menyebabkan kondisi ketidakstabilan di beberapa negara Asean. Hal ini diperburuk dengan sikap mengabaikan dari para menteri

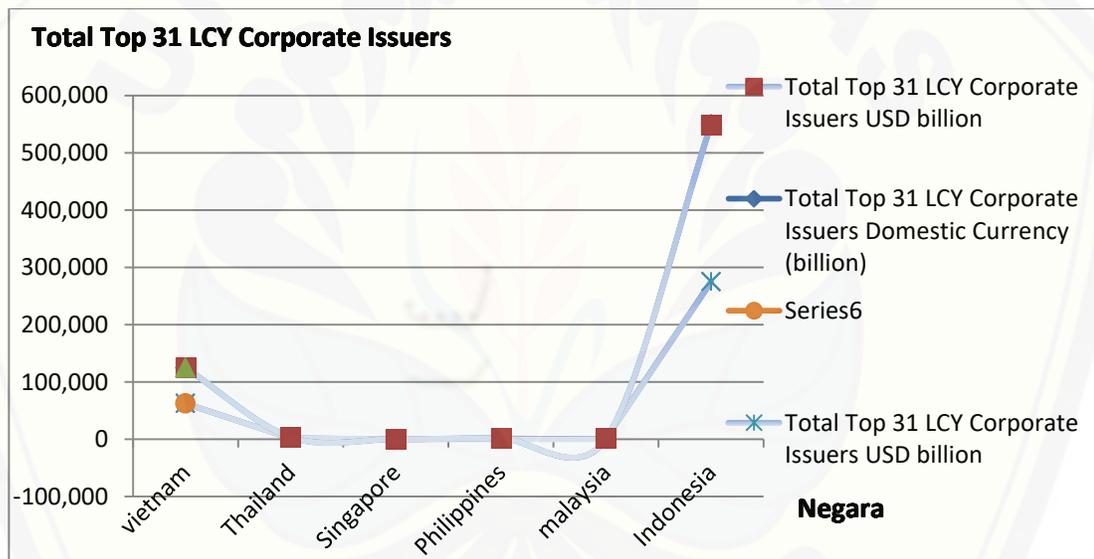
dibidang ekonomi maupun masyarakat perbankan dalam menghadapi besarnya persyaratan utang swasta tersebut. Selain itu banyaknya kelemahan dalam sistem perbankan. Dengan kelemahan sistemik perbankan tersebut, masalah utang eksternal langsung beralih menjadi masalah perbankan dalam negeri, penyebab lain yaitu makin tidak jelasnya arah perubahan politik, maka isu tentang pemerintah otomatis berkembang menjadi persoalan ekonomi. Dalam krisis finansial ini mengakibatkan mata uang dalam negeri di Asean anjlok hampir seperempat nilainya terhadap dollar Amerika (USD). Nilai tukar Ringgit memasuki level rendah sejak krisis keuangan Asia dan kerugiannya masih terus menaik. Tapi, analisis dari *Capital Economics*, Daniel Martin mengatakan Malaysia paling berisiko terkena dampak pelemahan nilai tukar karena memiliki tingkat utang yang tinggi dalam bentuk USD. Secara kawasan, pelemahan nilai tukar belum menjadi risiko terbesar (Artikel merdeka, 2015). Selanjutnya Krisis global pada tahun 2007-2008 dampaknya sangat terasa. Kinerja industri perbankan yang menurun, perekonomian yang tidak stabil menjadi sebab kejutan moneter di Asean, sehingga pemerintah menaikkan jumlah utang pemerintahnya.



Gambar 1.1 Perkembangan inflasi, suku bunga dan pertumbuhan ekonomi pada tahun 2014-2016 di ASEAN-4
(Sumber: www.worldbank.org)

Dari gambar 1.1 dapat dijelaskan bahwa perkembangan makroekonomi di ASEAN-4 dari tahun ke tahun mengalami fluktuasi. Inflasi yang tidak stabil dapat mengakibatkan suku bunga tidak stabil, akhirnya dapat memengaruhi pertumbuhan ekonomi. ketidakstabilan kondisi makroekonomi dapat menyebabkan krisis yang pada akhirnya akan mendorong pemerintah untuk meningkatkan utang publik.

Perkembangan utang publik negara Asean dapat digambarkan melalui posisi obligasi menurut Aia Bond Monitor yang dikeluarkan oleh Asean Development Bank, sehingga posisi obligasi negara asean dapat digambarkan melalui gambar:



Gambar 1.2 Perkembangan obligasi pemerintah di Asean (Maret 2018)
(Sumber: www.adb.org)

Dari gambar diatas, dapat dijelaskan bahwa menurut *Total Top 31 LCY Corporate Issuers* posisi obligasi pemerintah menurut Asia Bond Monitor, Thailand menduduki peringkat 1, disusul Filipina, Malaysia dan Indonesia. Sedangkan menurut *Total LCY Corporate Bonds* posisi teratas diduduki Thailand, kemudian disusul Filipina, Malaysia, Indonesia. Sedangkan menurut *Top 30 as % of Total LCY Corporate Bonds* posisi obligasi pemerintah yang pertama diduduki negara Filipina, kemudian disusul Indonesia, Malaysia, dan Thailand.

Utang publik dapat menyebabkan krisis moneter apabila terlalu berlebihan. Krisis moneter dapat menimbulkan dampak negatif bagi negara. Semakin melemahnya kurs rupiah terhadap kurs dollar Amerika tanggal 1 Agustus 1997, Oleh karena itu, pemerintah harus menanggung utang yang sangat besar, Akibatnya, harga naik tak terkendali dan biaya hidup semakin tinggi. Selain itu, krisis moneter mengakibatkan dampak positif seperti, Pertumbuhan ekonomi yang tinggi karena setiap program pembangunan pemerintah terencana dengan baik dan hasilnya pun dapat dilihat secara konkrit (BPS, 2018). Maka dari itu, perlu dibuat penelitian kembali bagaimana dampak kondisi makroekonomi yang sudah dijelaskan diatas, terhadap utang publik di negara Asean-4 (Indonesia, Malaysia, filiphina, dan Thailand).

1.2 Rumusan Masalah

Utang publik dapat mempengaruhi keseimbangan perekonomian yang terjadi. Kondisi makroekonomi yang berfluktuasi baik dari dalam negeri maupun luar negeri akan mempengaruhi keseimbangan ekonomi. Kondisi makroekonomi yang erat dengan kesejahteraan masyarakat harus terus dijaga. Pemerintah harus selalu meningkatkan pertumbuhan ekonomi agar kondisi makroekonomi juga membaik, sehingga akan mensejahterakan masyarakat. Selain pertumbuhan ekonomi, inflasi juga harus dikendalikan, agar tetap stabil sehingga keseimbangan makroekonomi juga akan terjaga. Suku bunga juga harus terus dikendalikan agar membawa efek positif bagi inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Kondisi makroekonomi yang tidak stabil akan menyebabkan anggaran pemerintah menjadi defisit sehingga menyebabkan pemerintah mencari alternatif lain untuk menutupi anggarannya dengan meningkatkan utang publik. Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya, dapat ditarik rumusan masalah sebagai berikut:

- a. Bagaimanakah pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap utang publik di ASEAN-4 ?
- b. Bagaimanakah pengaruh inflasi terhadap utang publik di ASEAN-4?

- c. Bagaimanakah pengaruh suku bunga terhadap utang publik di ASEAN 4 ?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini sesuai dengan rumusan masalah yang sudah dijelaskan diatas, adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap utang publik di ASEAN-4
2. Untuk mengetahui pengaruh inflasi terhadap utang publik di ASEAN-4
3. Untuk mengetahui pengaruh suku bunga terhadap utang publik di ASEAN-4

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi berbagai pihak yang terkait sehingga dapat memberikan manfaat penelitian tentang dinamika utang publik.

1. Manfaat Praktis
 - a. informasi terkait utang publik dapat memberikan masukan kepada pihak yang berkepentingan.
 - b. diharapkan dapat memberikan pengetahuan sehingga dapat dikembangkan untuk pegujian yang berkelanjutan.
 - c. Dapat digunakan sebagai bahan masukan bagi pemerintah terkait penetapan kebijakan moneter yang berhubungan dengan utang publik.
2. Manfaat Teoritis
 - a. dapat memberikan informasi dan bahan diskusi bagi para akademisi.
 - b. Hasil dari pengujian ini dapat digunakan untuk menambah ilmu pengetahuan di bidang ilmu ekonomi.

BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Keynes

Menurut J.M Keynes dalam hubungan kondisi makroekonomi terhadap utang publik dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi, inflasi, suku bunga, kurs dan investasi (Endang. P, 2013). Keynes berpandangan bahwa meningkatnya utang publik melalui beberapa pengaruh akan menaikkan pendapatan nasional. Hal itu dikaitkan dengan defisit pembiayaan dan pemerintah yang berwenang meminjam untuk semua tujuan. Sehingga permintaan efektif dalam ekonomi meningkat, lalu mengakibatkan peningkatan pekerjaan dan output. Ia tidak menarik setiap pemisah antara pengeluaran produktif dan tidak produktif seperti klasik. Menurut Keynes konsumsi adalah sesuatu yang diinginkan sebagai pinjaman untuk investasi di barang produktif karena pengeluaran konsumsi diinduksi investasi akan meningkat (komalasari.P, 2015).

Analisis Keynesian tentang teori fungsional keuangan berpandangan bahwa ukuran mutlak utang nasional dan besar pembayaran bunga merupakan beban masyarakat secara keseluruhan. Beban ini juga memberikan pentingnya keuntungan tertentu pinjaman umum. Efek ekonomi utang publik harus dinilai dalam sifat pengeluaran utang dan dalam hal mendapatkan potensi penghasilan. Teori modern memberikan pentingnya beban bersih utang publik. Teori ini lebih lanjut menyatakan bahwa aliran tambahan pendapatan yang dihasilkan oleh peningkatan utang dibiayai pembayaran pajak untuk melayani utang tersebut. Terkadang pengangguran dan peningkatan utang publik berkontribusi terhadap arus modal untuk negara maupun sebaliknya. Selain itu, teori modern juga menyatakan bahwa pinjaman umum mempromosikan pengembangan sumber-sumber yang lebih dan lebih dilembagakan tabungan seperti bank, saham, pasar modal dan perusahaan asuransi. Masyarakat luas juga dapat berinvestasi dalam obligasi pemerintah, karena pertumbuhan utang publik tabungan mereka. J. M. Buchanan berpandangan teori modern utang publik sebagai

"Ortodoks baru", yang menurutnya didasarkan pada tiga asumsi dasar: 1) penciptaan utang publik tidak melibatkan setiap pengalihan beban nyata yang utama bagi generasi masa depan. 2) analogi antara utang swasta dan utang publik salah dan 3) ada perbedaan tajam dan penting antara utang dalam negeri dan utang luar negeri. (komalasari.P, 2015).

1. Pertumbuhan ekonomi

Pertumbuhan ekonomi adalah proses kenaikan output perkapita dalam jangka panjang, yang ditekankan pada tiga aspek, yaitu proses, output perkapita dan jangka panjang. Pertumbuhan ekonomi adalah suatu "proses", bukan suatu gambaran ekonomi pada suatu waktu yang dinamis dari suatu perekonomian, yaitu melihat bagaimana perekonomian berkembang atau berubah dari waktu ke waktu. Pertumbuhan ekonomi berarti perkembangan kegiatan dalam perekonomian yang menyebabkan barang dan jasa yang diproduksi dalam masyarakat bertambah dan kemakmuran masyarakat meningkat. Masalah pertumbuhan ekonomi dapat dipandang sebagai masalah makro ekonomi dalam jangka panjang. Dari satu periode ke periode lainnya kemampuan suatu negara untuk menghasilkan barang dan jasa akan meningkat. Kemampuan yang meningkat ini disebabkan karena faktor-faktor produksi akan selalu mengalami penambahan dalam jumlah dan kualitasnya. Investasi akan menambah jumlah barang modal. Teknologi yang digunakan berkembang. Di samping itu tenaga kerja bertambah sebagai akibat perkembangan penduduk dan pengalaman kerja dan pendidikan menambah keterampilan (Sukirno, 2002, hal. 10).

a. Teori adam Smith

Teori ini menganggap bahwa dalam jangka panjang, utang publik memiliki dampak negatif pada Pertumbuhan ekonomi (Singh, dalam Sheikh, 2010). Adam Smith mengusulkan penghematan dan investasi modal sebagai unsur penting dari pandangan makroekonominya. Dalam bab tentang akumulasi kapital di *The Wealth of Nations*, Adam Smith menjelaskan bahwa kunci penting bagi pertumbuhan

perekonomian bukan hanya kebijakan pemerintah, lingkungan usaha yang kompetitif dan manajemen bisnis yang sehat, tetapi juga tabungan dan penghematan. Adam Smith menekankan perlunya investasi modal dan mesin penghemat tenaga kerja sebagai elemen vital dalam menaikkan standar hidup bagi orang kebanyakan. Penghematan perlu dilakukan agar tidak terjadi defisit anggaran pemerintah yang menyebabkan utang meningkat.

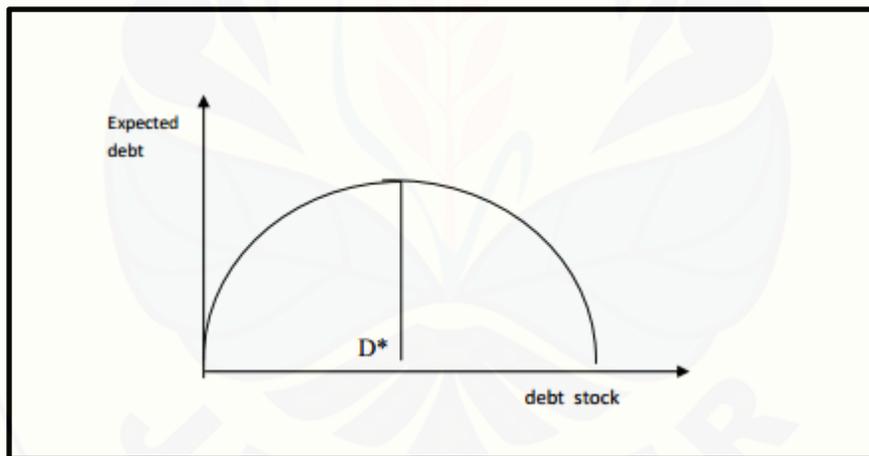
b. Teori Keynes

Keynes berpendapat bahwa sistem *Leissez Faire* murni tidak bisa dipertahankan. Pada tingkat makro, pemerintah harus secara aktif dan sadar mengendalikan perekonomian ke arah posisi Full Employment-nya, sebab mekanisme otomatis kearah posisi tersebut tidak bisa diandalkan secara otomatis. Menurut Keynes, situasi makro suatu perekonomian ditentukan oleh apa yang terjadi dengan *permintaan agregat* masyarakat apabila permintaan agregat melebihi penawaran agregat (atau output yang dihasilkan) dalam periode tersebut, maka akan terjadi situasi kekurangan produksi. Pada periode berikutnya output akan naik atau harga akan naik, atau keduanya terjadi bersama-sama.

Apabila permintaan agregat lebih kecil daripada *penawaran agregat*, maka situasi kelebihan produksi terjadi. Pada periode berikutnya output akan turun atau harga akan turun, atau keduanya terjadi bersama-sama. Fahaman Keynes menjelaskan bahwa variabel pertumbuhan ekonomi berpengaruh pada utang publik dalam jangka pendek, sedangkan dalam jangka panjang tidak menyebabkan dampak yang signifikan terhadap utang publik (Endang. P, 2013). Terdapat empat faktor positif yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi, yaitu konsumsi, investasi, pengaturan pemerintah dan net ekspor. Dimana peningkatan variabel sangat membantu perekonomian, sebaliknya jika variabel tersebut mengalami penurunan maka akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi melambat yang pada akhirnya pemerintah harus mencari alternatif lain untuk membiayai anggaran belanja pemerintah yaitu dengan meningkatkan utang publik.

c. Teori *debt overhang effect*

Teori *debt overhang effect* berdasarkan dua paper Krugman (1988) dan Sachs (1989). Pada dasarnya *debt overhang* terjadi pada situasi jumlah utang yang besar dan potensi nilai sekarang sumber pembayaran utang tidak mencukupi untuk membayar utang tersebut yang pada gilirannya akan memperlambat pertumbuhan ekonomi. Hubungan antara utang pemerintah dengan pertumbuhan ekonomi dapat dijelaskan dengan *the debt lafter curve*. Teori ini menggambarkan efek akumulasi utang terhadap pertumbuhan ekonomi. Secara teori, utang pemerintah diperlukan pada level yang wajar. Penambahan utang akan memberikan dampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi sampai pada satu titik atau batas tertentu. Namun pada saat jumlah utang pemerintah telah melewati batas tersebut maka penambahan utang justru akan membawa dampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi (Patillo, 2002). penjelasan *The Debt Overhang Theory* dapat dilihat pada gambar 2.1



Gambar 2.1 *The Debt Overhang Theory*
(Sumber: Patillo, 2002)

Literatur ekonomi secara umum melakukan investigasi dan test empiris utang pemerintah mempengaruhi pertumbuhan ekonomi melalui tiga jalur yaitu (1) *debt overhang effect*; (2) *the uncertainty effect*; dan (3) *the liquidity constraints effect* (Addison, Hansen dan Tarp 2004, Bhattacharya dan Clements, 2004, Hammer dan Shelton 2001 dan Elbadawi 1997 dalam Arnoneet al 2005). Utang pemerintah berlebihan mempunyai pengaruh *crowding out effect*. Dalam teori ekonomi, saat

pemerintah meningkatkan utang dalam rangka untuk membiayai pengeluaran, sektor swasta akan terkena imbasnya. Peningkatan utang pemerintah akan menyebabkan *crowding out* pada sektor swasta yang ditandai dengan meningkatnya suku bunga. Apabila pengelolaan dan penggunaan utang pemerintah tidak dilakukan dengan baik dan tepat, maka akan menyebabkan hambatan pada pertumbuhan ekonomi jangka panjang.

2. Inflasi

Inflasi adalah kenaikan harga-harga komoditi secara umum yang disebabkan oleh tidak sinkronnya antara program pengadaan komoditi (produksi, penentuan harga, pencetakan uang, dan sebagainya) dengan tingkat pendapatan yang dimiliki oleh masyarakat. Pada dasarnya, terjadinya inflasi bukanlah masalah yang terlalu berarti apabila keadaan tersebut diiringi oleh tersedianya komoditi yang diperlukan secara cukup dan diikuti dengan naiknya persentase pendapatan yang lebih besar dari persentase inflasi tersebut (Putong, 2003).

a. Teori kuantitas dan FTPL

Berdasarkan *Quantity Theory of Money*, kaum monetaris berpandangan bahwa inflasi merupakan fenomena moneter. Sementara dalam *Fiscal Theory of price Level* (FTPL) yang dikembangkan oleh Leeper (1991), Woodford (1994, 1995), dan Sims (1994) berpandangan bahwa kebijakan fiskal memegang peran penting dalam menentukan tingkat harga. Ketika perekonomian suatu negara menganut rezim *non-Ricardian equivalen*, kebijakan fiskal dominan akan menyebabkan tingkat harga dipengaruhi oleh kendala anggaran antar waktu (*intertemporal budget constraint*). Dalam FTPL, hasil dari kebijakan fiskal dan moneter bergantung pada kebijakan mana yang lebih dominan. Lebih lanjut, konsekuensi dari kebijakan-kebijakan bergantung pada karakteristik kebijakan yang aktif dan pasif. Jika kebijakan moneter aktif dan kebijakan fiskal yang pasif maka kebijakan fiskal mengakomodasi kebijakan moneter. Sebaliknya, ketika kebijakan moneter pasif dan kebijakan fiskal dominan maka kebijakan moneter mengakomodasi kebijakan fiskal.

Dijelaskan oleh Sims bahwa persamaan kendala anggaran antar waktu dan persamaan teori kuantitas $MV=PT$ hubungan kedua persamaannya mengusulkan variabel terikat yaitu P (harga) sehingga kebijakan fiskal dan moneter bertindak menurut “siapa yang bergerak lebih awal” seperti kebijakan aktif pasif yang diusulkan Leeper (1991). Ketika otoritas fiskal lebih dulu menentukan anggaran belanja defisit atau surplus, lalu memaksa otoritas moneter untuk mencetak uang guna menghindari default, maka kondisi ini digambarkan sebagai “*game of chicken*” sehingga inflasi masih menjadi fenomena moneter (Sargent, 1986). Namun jika salah satu otoritas keberatan untuk menjalankan kebijakan pencetakan uang, maka rasio utang terhadap GDP akan meningkat. Peningkatan ini tentunya akan berimbas pada peningkatan suku bunga riil atas utang pemerintah sebagai konsekuensi dari meningkatnya permintaan pasar dan premi yang harus dibayar.

b. *Post Keynesian Theory*

Teori-teori pasca Keynesian utang publik berpendapat bahwa besarnya peningkatan utang publik dan negara yang maju akan melalui fase inflasi dan harga naik. Pengeluaran pemerintah juga meningkat pada tingkat yang cepat dan bebas. Teori-teori baru utang publik masih menimbulkan kontroversi apakah utang publik adalah sebuah beban dan bagaimana mengukur beban utang publik (komalasari.P, 2015). Prinsip-prinsip umum utang publik M. Buchanan (1958) menantang pandangan teori modern, utang publik bukan beban pada ekonomi dan tidak peduli ketika pembayaran tidak bias bergeser ke generasi masa depan. Kemudian J. E. Meade dan R. A. Musgrave, juga sepakat untuk ide Buchanan. Buchanan telah mencoba untuk membuktikan bahwa dalam kasus yang paling umum adalah: 1) beban nyata utang publik bergeser ke generasi masa depan. 2) analisis antara utang publik dan utang swasta yang mempunyai fundamental bagus dan 3) utang luar negeri dan utang dalam negeri yang pada dasarnya setara.

3. Suku bunga

Suku bunga adalah jumlah yang diterima oleh orang yang meminjamkan dan dibayar oleh peminjam dana sejumlah persentase yang disepakati oleh kedua belah pihak.

a. *Loanable Funds Theory*

Teori ini didasari oleh ekonom Fisher. Teori Fisher adalah teori yang bersifat umum dan jelas mengabaikan masalah-masalah praktis tertentu, seperti kekuasaan pemerintah (bersama-sama dengan lembaga-lembaga depository) untuk menciptakan uang dan permintaan pemerintah (yang seringkali besar) terhadap dana pinjaman, yang biasanya kebal terhadap tingkat suku bunga. Selain itu, teori Fisher juga tidak mempertimbangkan kemungkinan bahwa individu-individu dan perusahaan-perusahaan berinvestasi dalam saldo kas (Patillo, 2002).

b. *Liquidity Preference Theory*

Teori ini didasari oleh pendapat Keynes bahwa Masing-masing unsur permintaan agregat dipengaruhi oleh faktor-faktor yang berbeda. Pengeluaran konsumsi tergantung pada pendapatan yang diterima oleh Rumah Tangga dan kecenderungan konsumsinya (*propensity to consume*). Pengeluaran investasi ditentukan oleh keuntungan yang diharapkan (*marginal efficiency of capital*) dan biaya dana (tingkat bunga). Pengeluaran pemerintah ditentukan oleh proses politik yang kompleks dan dalam teori makro dianggap eksogen (Patillo, 2002).

Liquidity preference theory (teori hasrat likuiditas), yang awalnya dikembangkan oleh J.M. Keynes menganalisa suku bunga ekuilibrium melalui ineteraksi penawaran uang dengan permintaan agregat publik untuk memegang uang. Keynes mengasumsi bahwa sebagian besar individu memegang kekayaan hanya dalam dua bentuk: uang dan obligasi. Menurut Keynes, uang ekuivalen dengan valuta dan rekening giro (*demand deposits*), yang tidak membayar bunga atau membayar bunga sangat rendah, tetapi sangat liquid dan bisa digunakan bagi transaksi (patillo, 2002).

2.1.2 Teori Defisit Anggaran

Kebijakan anggaran defisit merupakan Kebijakan yang didasarkan atas pengeluaran yang lebih besar dibanding pendapatan. Pengeluaran yang lebih besar dibanding pendapatan biasanya akan diatasi dengan sebuah pinjaman, baik itu pinjaman dari dalam negeri maupun dari luar negeri. Kebijakan anggaran defisit ini dilakukan dengan tujuan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Untuk mengukur anggaran defisit ada empat cara. Yaitu dapat dihitung dengan:

1. Defisit primer, yaitu selisih belanja diluar pembayaran pokok dan bunga utang dengan pendapatan total.
2. Defisit operasional, yaitu perhitungan anggaran defisit yang diukur dalam nilai riil dan bukan dalam nilai nominal.
3. Defisit konvensional, yaitu perhitungan defisit berdasarkan selisih belanja total dan pendapatan total, termasuk hibah.
4. Defisit moneter, yaitu selisih belanja total pemerintah diluar pembayaran pokok atau utang dengan pendapatan total di luar penerimaan utang.

Kebijakan fiskal memiliki peran penting dalam memperhalus siklus bisnis dan membuat negara-negara yang terpengaruh oleh krisis kembali pada jalur pertumbuhan (Lau dan Zubaidi, 2004: 1-24). Namun, ketimpangan fiskal mengakibatkan pula politik federal dan provinsi yang tidak sehat (Poschmann, 2005: 1-10), sehingga Rao (2005: 1-20), menekankan perlunya memperbaiki produktivitas revenue dan prioritas dan kompresi pembelanjaan yang tidak produktif, meskipun membutuhkan kemauan politik kuat dan kompetensi administrasi dan keterlibatan publik dalam proses reformasi. Pembiayaan defisit anggaran adalah semua jenis pembiayaan yang digunakan untuk menutup defisit anggaran. Sumber pembiayaan defisit, antara lain:

1. Pembiayaan dalam negeri

Pembiayaan dalam negeri adalah semua pembiayaan yang berasal dari perbankan dan non-perbankan dalam negeri yang meliputi privatisasi, penjualan obligasi dalam negeri, dan penjualan aset perbankan dalam rangka program restrukturisasi.

2. Surat utang negara

Surat Utang Negara (SUN) adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh negara sesuai masa berlakunya. SUN digunakan oleh pemerintah antara lain untuk membiayai defisit [anggaran](#) serta menutup kekurangan kas jangka pendek dalam satu tahun anggaran.

Surat Utang Negara terdiri atas:

a. Surat Perbendaharaan Negara.

Surat Perbendaharaan Negara berjangka waktu sampai dengan 12 (dua belas) bulan dengan pembayaran bunga secara diskonto.

b. Obligasi Negara atau obligasi pemerintah

Obligasi Negara berjangka waktu lebih dari 12 (dua belas) bulan dengan kupon dan/atau dengan pembayaran bunga secara diskonto/bunga.

3. Pinjaman luar negeri

Utang luar negeri atau pinjaman luar negeri adalah sebagian dari total [utang](#) suatu negara yang diperoleh dari para [kreditor](#) di luar negara tersebut. Penerima utang luar negeri dapat berupa pemerintah, perusahaan, atau perorangan. Bentuk utang dapat berupa uang yang diperoleh dari [bank](#) swasta, [pemerintah](#) negara lain, atau lembaga keuangan internasional seperti [IMF](#) dan [Bank Dunia](#).

4. Penanaman modal asing

Penanaman Modal Asing atau (PMA) merupakan bentuk investasi dengan jalan membangun, membeli total atau mengakuisisi perusahaan. Penanaman Modal Asing (PMA) lebih banyak mempunyai kelebihan diantaranya sifatnya jangka panjang, banyak memberikan adil (andil) dalam alih teknologi, alih keterampilan manajemen, membuka lapangan kerja baru. Lapangan kerja ini, sangat penting bagi negara sedang berkembang mengingat terbatasnya kemampuan pemerintah untuk penyediaan lapangan kerja.

1. Teori Keynesian

Pandangan Keynes berbeda dari standar paradigma neoklasik dalam dua hal yang mendasar. Pertama, memungkinkan bahwa beberapa sumber daya ekonomi *unemployment*. Kedua, itu mengandaikan adanya sejumlah besar *myopic* atau *liquidity constrained* dari individu. Asumsi kedua ini menjamin bahwa konsumsi agregat sangat sensitif terhadap perubahan pendapatan *disposable*. Dalam model Keynesian sederhana, peningkatan defisit anggaran sebesar \$ 1 menyebabkan peningkatan output secara berkebalikan dengan *Marginal Propensity to Save* (MPS). Dalam standar analisis ekonomi moneter IS-LM, peningkatan output akan meningkatkan permintaan uang. Jika *Money Supply* adalah tetap (defisit dibiayai obligasi), suku bunga akan naik, dan investasi swasta jatuh. Hal ini pada gilirannya akan mengurangi output dan sebagian keseimbangan efek multiplier Keynes (Bernheim, 1989).

Menurut teori Keynesian ini, defisit anggaran akan meningkatkan pendapatan dan kesejahteraan, dan konsumsi pada giliran berikutnya. Defisit anggaran yang dibiayai utang, yang berarti beban pajak pada masa sekarang relatif menjadi lebih ringan, akan menyebabkan peningkatan pendapatan yang siap dibelanjakan. Peningkatan pendapatan yang siap dibelanjakan akan meningkatkan konsumsi dan sisi permintaan secara keseluruhan. Jika perekonomian belum dalam kondisi kesempatan penuh, peningkatan sisi permintaan akan mendorong produksi dan selanjutnya peningkatan pendapatan nasional. Pada periode selanjutnya, peningkatan

pendapatan nasional akan mendorong perekonomian melalui efek multiplier Keynesian. Karena defisit anggaran meningkatkan konsumsi dan pendapatan sekaligus, tingkat tabungan dan akumulasi kapital juga meningkat. Menurut teori Keynesian secara keseluruhan, defisit anggaran dalam jangka pendek akan menguntungkan perekonomian (Pamudji, 2008). Tapi perlu menjadi catatan bahwa asumsi Keynes yang menyebutkan bahwa perekonomian akan terus memproduksi sebanyak yang diminta (*supply* adalah *infinitely elastic*) terjadi pada masa depresi pada waktu itu, bukan pada kondisi normal (Nelson, 2006). Indonesia sendiri mengalami krisis yang diawali dengan krisis moneter yang melanda sejak awal pertengahan tahun 1997 dan berubah menjadi krisis ekonomi.

2. Hukum Adolf Wagner

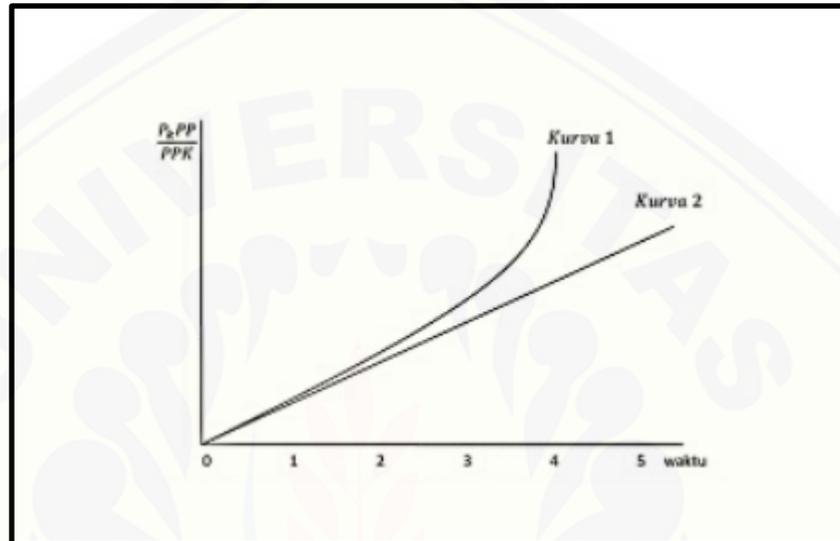
Hukum Wagner menyatakan bahwa berdasarkan pengalaman empiris dari negara–negara maju (USA, Jerman, Jepang). Wagner mengemukakan bahwa dalam suatu perekonomian, apabila pendapatan perkapita meningkat secara relative pengeluaran pemerintah pun akan meningkat. Meski demikian, Wagner menyadari bahwa dengan tumbuhnya perekonomian hubungan antara industri, hubungan industri dengan masyarakat dan sebagainya menjadi semakin rumit atau kompleks. Kelemahan hukum Wagner adalah hukum tersebut tidak didasarkan pada suatu teori mengenai pemilihan barang publik, tetapi Wagner mendasarkan pandangannya dengan teori organis mengenai pemerintah (*organic theory of state*) yang menganggap pemerintah sebagai individu yang bebas bertindak, terlepas dari anggota masyarakat lainnya (Patillo, 2002).

Wagner mengemukakan pendapatnya dalam bentuk suatu hukum Wagner. Dalam suatu perekonomian, apabila pendapatan perkapita meningkat, secara relatif pengeluaran pemerintah pun akan meningkat. Hukum Wagner dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\frac{P_k P P_1}{P P K_1} < \frac{P_k P P_2}{P P K_2} < \dots < \frac{P_k P P_n}{P P K_n} \dots \dots \dots (2.1)$$

Dimana P_k PP merupakan pengeluaran pemerintah perkapita, PPK adalah pendapatan perkapita dan $1,2\dots n$ adalah jangka waktu (tahun).

Hukum Wagner ini ditunjukkan oleh diagram berikut ini, dimana kenaikan pengeluaran pemerintah mempunyai bentuk eksponensial yang ditunjukkan oleh kurva 1 pada gambar 2.2.



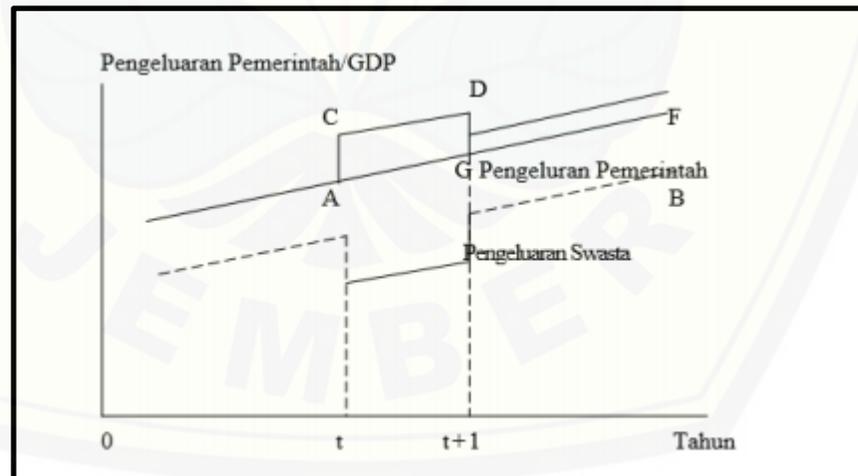
Gambar 2.2 Pertumbuhan pengeluaran pemerintah menurut wagner
(Sumber: guritno mangkosubroto (1993.h.172))

3. Teori Peacock dan Wiseman

Teori Peacock dan Wiseman yang didasarkan pada suatu pandangan bahwa pemerintah senantiasa berusaha untuk memperbesar pengeluaran sedangkan masyarakat tidak suka membayar pajak yang semakin besar untuk membiayai pengeluaran pemerintah yang semakin besar tersebut. Namun masyarakat mempunyai suatu tingkat toleransi pajak yaitu suatu tingkat dimana masyarakat dapat memahami besarnya pungutan pajak dibutuhkan oleh pemerintah untuk membiayai kegiatan pemerintah sehingga mereka mempunyai suatu tingkat kesediaan masyarakat untuk membayar pajak (Sadikin M, 2013).

Menurut teori Peacock dan Wiseman, perkembangan ekonomi menyebabkan pemungutan pajak yang semakin meningkat walaupun tarif pajak tidak berubah.

Meningkatnya penerimaan pajak menyebabkan pengeluaran pemerintah juga semakin meningkat. Oleh sebab itu dalam keadaan normal, meningkatnya GDP menyebabkan penerimaan pemerintah yang semakin besar, begitu juga dengan pengeluaran pemerintah menjadi semakin besar. Apabila keadaan normal tersebut terganggu, misalnya adanya perang maka pemerintah harus memperbesar pengeluarannya untuk membiayai perang. Karena itu pemerintah melakukan penerimaannya dengan cara menaikkan tarif pajak sehingga dana swasta untuk investasi dan konsumsi menjadi berkurang. Akan tetapi perang tidak hanya dibiayai dengan pajak sehingga pemerintah juga harus meminjam dari negara lain. Setelah perang selesai, sebetulnya pemerintah dapat menurunkan kembali tarif pada tingkat sebelum adanya gangguan, tetapi hal tersebut tidak dilakukan karena pemerintah harus mengembalikan angsuran utang dan bunga pinjaman untuk membiayai perang, sehingga pengeluaran pemerintah setelah perang selesai meningkat tidak hanya karena GDP naik, tetapi juga karena pengembalian utang dan bunganya (Sadikin M, 2013). Perkembangan pengeluaran pemerintah menurut Peacock dan Wiseman dapat digambarkan dalam gambar berikut:



Gambar 2.3 Perkembangan Pengeluaran pemerintah menurut Peacock dan Wiseman
(Sumber: mangkusubroto)

Pada grafik diatas terlihat bahwa dalam keadaan normal dari tahun t ke $t+1$, pengeluaran pemerintah terhadap GDP naik sebagaimana ditunjukkan oleh garis AG. Apabila pada tahun terjadi perang maka pengeluaran pemerintah naik sebesar AC dan kemudian naik seperti ditunjukkan pada segmen CD. Setelah perang selesai ($t+1$) pengeluaran pemerintah tidak turun lagi ke G yaitu perkembangan pengeluaran pemerintah apabila tidak terjadi perang. Hal ini akibat pemerintah memerlukan dana tambahan untuk mengembalikan pinjaman yang digunakan dalam pembiayaan perang sehingga tarif pajak dinaikkan.

2.1.3 Utang Publik

Utang merupakan satu kewajiban yang harus dibayar dikemudian hari yang timbul akibat transaksi-transaksi ekonomi dan keuangan dimana para pemberi pinjaman menyerahkan sesuatu yang berharga pada suatu waktu tertentu dalam pertukaran dengan suatu perjanjian para penerima pinjaman harus membayarnya dikemudian hari (Lester V. Chandler, 1962). Utang pemerintah adalah *public debt/national debt* yaitu pinjaman yang dilakukan, baik oleh pemerintah pusat maupun pemerintah daerah. Bila pemerintah lebih banyak melakukan pengeluaran dari pada mengumpulkan dana melalui pajak, pemerintah akan meminjam dari sektor swasta untuk mendanai defisit anggaran.

Utang publik atau utang negara atau biasa disebut utang pemerintah berdasarkan Undang-Undang nomor 1 tahun 2004 merupakan jumlah uang yang wajib dibayar pemerintah pusat dan/atau kewajiban pemerintah pusat yang dapat dinilai dengan uang berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku, perjanjian, atau berdasarkan sebab lain yang sah. Utang pemerintah adalah utang negara terhadap pinjaman dalam dan luar negeri. Utang pemerintah muncul sebagai suatu hasil dari pengeluaran pemerintah yang lebih besar dibandingkan dengan penerimaan dari pajak dan penerimaan-penerimaan lainnya (defisit anggaran). Utang nasional mungkin timbul akibat, misalnya dari suatu kejadian diluar dugaan (pembiayaan sebuah perang), atau utang nasional juga mencerminkan janji atau

tanggung jawab pemerintah. Utang nasional dapat ditetapkan atas dasar instrument keuangan seperti surat berharga pemerintah (*treasury bills*) jangka pendek dan obligasi (*Bonds*) jangka panjang, dan sertifikat tabungan nasional, bunga (*interest*) utang nasional dibayar dengan menggunakan penerimaan anggaran yang sedang berjalan. Dalam kaitannya dengan model arus melingkar pendapatan nasional (*Circular flow of national income model*), bunga yang dibayarkan pada pemberi pinjaman dalam negeri atas utang nasional hanyalah merupakan suatu pembayaran transfer dan tidak merupakan suatu pengurangan neto dalam sumber-sumber daya ekonomi riil atau tidak membahayakan kemampuan perekonomian dalam menyediakan barang dan jasa.

Ketidakseimbangan ekonomi mengacu pada proses pengurangan atau peningkatan utang publik dan swasta yang dapat dinyatakan sebagai rasio total utang ke PDB. Pinjaman langganan atau utang dapat digunakan untuk pembiayaan umum oleh negara. Dengan cara ini, sumber daya yang dikumpulkan melalui pajak, selama resesi moneter dapat dilengkapi dengan utang baru. Pengaruh keuangan adalah masalah klasik dalam keuangan perusahaan dari ketidakrelevanan struktur modal dalam kondisi ideal (Modigliani dan Miller, 1958). Untuk efek multiplier (Briley, 2010) dan interpretasi serupa dapat berlaku untuk utang publik. McKinsey (2011, 2012) memungkinkan adanya strategi *deleverage*. Strategi ini dapat mempengaruhi keseimbangan keuangan atau fiskal. Strategi yang pertama, untuk meningkatkan tabungan bersih dengan mengurangi pengeluaran publik selama periode panjang, cara ini untuk penghematan fiskal). Kedua, meningkatkan inflasi karena inflasi yang tinggi meningkatkan pertumbuhan PDB nominal membuat rasio utang terhadap PDB lebih rendah. Ketiga, restrukturisasi utang. Dan keempat, tumbuh pada tingkat yang lebih tinggi dari pada akumulasi utang (jika ekonomi mampu melakukannya, rasio utang terhadap PDB menurun secara otomatis).

Negara-negara yang melakukan konsolidasi fiskal yang sukses dimasa lalu dapat dibagi menjadi tiga kelompok: 1) Negara pengekspor minyak yang diuntungkan dari situasi yang menguntungkan, 2) negara-negara yang merestrukturisasi utang,

dimana dukungan dari kreditor dapat memulihkan perekonomian secara cepat, 3) negara-negara yang mampu menggabungkan kebijakan konsolidasi fiskal dengan dinamika yang menguntungkan utang (Manel Antelo dan David Peón, 2014). Utang publik juga merupakan bagian dari suatu sistem besar yang disebut pengelolaan ekonomi.

Tujuan dari pengelolaan ekonomi tersebut adalah:

1. Menciptakan kemakmuran rakyat dalam bentuk:
 - a. Penciptaan kesempatan kerja.
 - b. Mengurangi kemiskinan.
 - c. Memperkuat pertumbuhan ekonomi.
2. Menciptakan keamanan.

Menurut Zuniawan F (2014) defisit anggaran pemerintah adalah selisih pengeluaran pemerintah dengan penerimaan pemerintah, yang sama dengan jumlah utang baru yang dibutuhkan pemerintah untuk mendalami operasinya. Definisi ini tampaknya cukup sederhana, tetapi dalam kenyataannya perdebatan mengenai kebijakan fiskal kadang-kadang mempersoalkan bagaimana defisit anggaran seharusnya diukur.

Terdapat 5 (lima) resiko didalam pengelolaan portofolio surat utang negara, yaitu:

1. risiko kesinambungan fiskal (*fiscal sustainability*)
2. risiko operasional (*operational risk*)
3. risiko nilai tukar (*foreign exchange risk*)
4. risiko perubahan tingkat bunga (*interest rate risk*)
5. risiko pembiayaan kembali (*refinancing risk*)

Adapun fungsi dari adanya utang negara ini diantaranya:

- a. Menutupi Defisit Anggaran

- b. Menutupi kekurangan kas atas kebutuhan kas jangka pendek dalam pelaksanaan belanja yang tidak dapat ditunda
- c. Solusi dalam penataan portofolio utang pemerintah yang tentu dimaksud untuk mengurangi beban belanja untuk membiayai utang dalam APBN di tahun-tahun berikutnya.

Dari fungsi-fungsi tersebut, dapat disimpulkan bahwa utang merupakan cara untuk menyelesaikan masalah tanpa menyebabkan permasalahan baru. Namun pendefinisian ini baru bisa dibenarkan bila utang dapat dikelola dengan baik sesuai dengan perencanaan yang telah ditetapkan.

Tujuan Pengelolaan Utang Negara:

a) Tujuan Jangka Panjang:

- a. Mengamankan Kebutuhan Pembiayaan APBN melalui utang dengan biaya minimal pada tingkat risiko terkendali, sehingga kesinambungan fiskal dapat terpelihara.
- b. Mendukung upaya untuk menciptakan pasar surat berharga negara (SBN) yang dalam, aktif dan *likuid*

b) Tujuan Jangka Pendek:

Memastikan tersedianya dana untuk menutup defisit dan pembayaran kewajiban pokok utang secara tepat waktu dan efisien.

Jenis-jenis Utang Negara

a) Pinjaman. Ada dua jenis pinjaman, yaitu :

1. Pinjaman Luar Negeri

Dapat berasal dari *World Bank*, *Asian Development Bank*, *Islamic Development Bank* dan kreditor bilateral (Jepang, Jerman, Perancis dll), serta Kredit Ekspor. Pinjaman luar negeri ini terbagi lagi menjadi dua jenis, yaitu :

a. Pinjaman Program:

Untuk *budget support* dan pencairannya dikaitkan dengan pemenuhan *Policy Matrix* di bidang kegiatan untuk mencapai MDGs (pengentasan kemiskinan, pendidikan, pemberantasan korupsi), pemberdayaan masyarakat, kebijakan terkait dengan *climate change* dan infrastruktur.

b. Pinjaman Proyek :

Untuk pembiayaan proyek infrastruktur di berbagai sektor (perhubungan, energi, dll) proyek-proyek dalam rangka pengentasan kemiskinan (PNPM).

2. Pinjaman Dalam Negeri

- a. Peraturan Pemerintah (PP) No.: 54 Tahun 2008 Tentang Tata Cara Pengadaan dan Penerusan Pinjaman Dalam Negeri oleh Pemerintah ;
- b. Berasal dari Badan Usaha Milik Negara (BUMN); Pemerintah Daerah, dan Perusahaan Daerah;
- c. Untuk membiayai kegiatan dalam rangka pemberdayaan industri dalam negeri dan pembangunan infrastruktur untuk pelayanan umum; kegiatan investasi yang menghasilkan penerimaan.

Surat Berharga Negara (SBN) dalam Rupiah dan valuta asing, *tradable & non-tradable, fixed & variable* :

1. Surat Utang Negara (SUN)

- a. Surat Perbendaharaan Negara (SPN/T-Bills): SUN jangka pendek (s.d. 12bln);
- b. Obligasi Negara (> 1 thn)
 - 1) *Coupon Bond*
 - a) *Tradable*: ORI, FR/VR bond, Global bond
 - b) *Non tradable*: SRBI untuk BLBI, dan Surat Utang/SU ke BI untuk penyehatan dan restrukturisasi perbankan
 - 2) Zero coupon

2. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara dalam Rupiah dan valuta asing dengan berbagai struktur, misalnya Ijarah, Musyarakah, Istisna dll
 - a. SBSN jangka pendek (Islamic T-Bills); SBSN Ritel (Sukri);
 - b. SBSN jangka panjang (IFR/Ijarah Fixed Rate, Global Sukuk, SDHI/Sukuk Dana Haji Indonesia).

1. Teori Richardian

Menurut pendapat ini, konsumen melihat kedepan dan karena itu, mendasarkan pengeluaran mereka tidak hanya pada pendapatan sekarang, tetapi juga pada pendapatan masa depan yang mereka harapkan. Logika dasar atas pandangan Richardian, Kosumen yang melihat kedepan memahami bahwa pinjaman pemerintah saat ini berarti pajak yang lebih tinggi di masa depan. Pemotongan pajak yang didanai oleh utang pemerintah tidak akan mengurangi beban pajak, pemotongan pajak tersebut hanya menjadwalkan ulang pajak. Karena itu, pemotongan pajak seharusnya tidak mendorong konsumen melakukan pengeluaran lebih banyak. Implikasi dari equivalensi Richardian adalah bahwa pemotongan pajak yang didanai utang tidak mempengaruhi konsumsi, sehingga akan berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi.

Esensi dari pandangan Richardian adalah bahwa ketika orang – orang memilih konsumsi mereka, secara nasional mereka melihat pajak masa depan yang diakibatkan oleh utang pemerintah. Para pendukung pandangan tradisional atas utang pemerintah percaya bahwa prospek pajak masa depan tidak memiliki pengaruh yang besar terhadap konsumsi saat ini seperti yang diasumsikan oleh pandangan Richardian. Para pendukung pandangan Richardian terhadap kebijakan fiskal mengansumsikan bahwa masyarakat bersikap rasional ketika mengambil keputusan, seperti memilih berapa banyak dari pendapatan mereka yang dikonsumsi dan seberapa banyak yang ditabung. Ketika pemerintah meminjam untuk membayar pengeluaran saat ini, konsumen yang rasional melihat pajak masa depan yang dibutuhkan untuk mendukung utang tersebut. Jadi pandangan Richardian mengasumsikan bahwa masyarakat memiliki pengetahuan dan pandangan jauh

kedepan yang baik. Salah satu pendapat terhadap pandangan tradisional mengenai pemotongan pajak adalah bahwa masyarakat berpandangan pendek, barang kali karena mereka tidak sepenuhnya memahami implikasi dari defisit anggaran pemerintah. Adalah mungkin bahwa beberapa orang mengikuti metode historis (*rules of thumb*) yang sederhana dan tidak sepenuhnya rasional ketika memutuskan berapa banyak yang akan ditabung. Batasan Peminjaman, Pandangan Richardian atas utang pemerintah mengasumsikan bahwa konsumen mendasarkan pengeluarannya tidak hanya pada pendapatan saat ini, tetapi juga pendapatan seumur hidupnya, yang meliputi pendapatan sekarang dan pendapatan yang diharapkan dimasa depan. Menurut pandangan Richardian, pemotongan pajak yang didanai oleh utang akan meningkatkan pendapatan sekarang, tetapi tidak mengubah pendapatan atau konsumsi seumur hidup seseorang (Patillo, 2002).

2.1.4 Hubungan antara kondisi makroekonomi, defisit anggaran dan utang publik

1. Teori Government Budget Constrain

Dampak variabel makroekonomi terhadap defisit anggaran sering diteliti dalam kerangka kerja analisis yang berpusat pada kendala anggaran pemerintah. Ketika pendapatan turun secara terus menerus dan untuk membayar modal, pemerintah akan mengalami defisit yang kemudian dapat dibiayai dengan sumber moneter dan non-moneter. Kendala anggaran pemerintah merupakan cara untuk membuktikan hubungan antara kebijakan moneter, fiskal dan makroekonomi akibat adanya defisit anggaran (Patillo, 2002). Defisit anggaran pemerintah dapat didefinisikan dan dihubungkan dengan perubahan *government net debt* yang dapat dirumuskan :

$$Dg - Dg-1 = (G + Ig - T) + r Dg-1 \dots\dots\dots(2.2)$$

dimana ($Dg - Dg-1$) adalah perubahan *government net debt* periode sekarang dengan periode sebelumnya, G adalah pengeluaran pemerintah, Ig merupakan investasi pemerintah, T merupakan *taxes net of transfers*, dan r adalah *nominal*

interest rate. Sisi sebelah kanan persamaan di atas adalah untuk mengukur defisit anggaran dan persamaan memperlihatkan perubahan dalam *government net debt* setara dengan defisit anggaran.

Ketika anggaran pemerintah dalam keadaan defisit, surat utang diperlukan untuk membiayai defisit tersebut untuk menambah dana melalui penerbitan obligasi. Pembeli dari obligasi dapat diklasifikasikan menjadi empat kategori yaitu perusahaan dan rumah tangga domestik, sistem perbankan umum domestik, bank sentral negara tersebut, dan pihak asing (swasta maupun publik). Contoh pada negara berkembang, bank sentral sering membeli surat utang obligasi dalam jumlah besar yang diterbitkan untuk membiayai defisit karena permintaan yang terbatas dari pembeli yang lain. Pemerintah mungkin juga enggan untuk menjual dalam jumlah besar surat utang obligasi kepada publik karena akan mewajibkan untuk membayar bunga pada periode yang akan datang. Berdasarkan fakta tersebut, bank sentral seringkali menjadi bagian penting untuk pemerintah, mungkin tidak ada pilihan untuk membeli surat utang obligasi atau *monetized the deficit*. Kecuali seperti situasi khusus, surat utang dipegang oleh publik dan bank sentral. Oleh karena itu, perubahan dalam utang dipegang oleh bank sentral ($D_{gc} - D_{gc-1}$) setara dengan keseluruhan perubahan dalam utang ($D_g - D_{g-1}$) dikurangi perubahan dalam utang yang dipegang oleh publik ($D_{gp} - D_{gp-1}$) :

$$D_{gc} - D_{gc-1} = (D_g - D_{g-1}) - (D_{gp} - D_{gp-1}) \dots\dots\dots(2.3)$$

Efek dari defisit anggaran pada money supply dapat ditunjukkan dari persamaan berikut untuk perubahan monetary base (MB) :

$$MB - MB-1 = (D_{gc} - D_{gc-1}) + e (R_c - R_{c-1}) + (L_{cb} - L_{cb-1}) \dots\dots\dots(2.4)$$

dimana R_c adalah cadangan devisa di bank sentral. e adalah *nominal exchange rate* yang dihitung dari mata uang domestik per unit mata uang asing, dan L_{cb} adalah persediaan kredit dari bank umum melalui *discount window*. Jika

komponen *discount window* merupakan perubahan *monetary base* (MB) dapat diabaikan, persamaannya dapat ditulis :

$$MB - MB-1 = (Dgc - Dgc-1) + e (Rc - Rc-1) \dots\dots\dots(2.5)$$

Kemudian substitusi persamaan (2.4) dengan (2.5) untuk menyusun kembali hasil persamaan :

$$(Dg - Dg-1) = (MB - MB-1) + (Dgc - Dgc-1) - e (Rc - Rc-1) \dots\dots\dots(2.6)$$

atau

$$(G + Ig - T) + r Dg-1 = (MB - MB-1) + (Dgc - Dgc-1) - e (Rc - Rc-1) \dots\dots(2.7)$$

Persamaan di atas dapat disebut sebagai persamaan fundamental untuk membiayai defisit anggaran. Persamaan tersebut juga menunjukkan bahwa tiga cara untuk membiayai defisit, yang mana setara dengan perubahan dalam *government net debt* ($Dg - Dg-1$) :

1. Meningkatkan *monetary base*, $MB - MB-1$
2. Meningkatkan surat utang yang dipegang oleh publik, $Dgc - Dgc-1$ atau
3. Menurunkan cadangan devisa di bank sentral, $e (Rc - Rc-1)$

Untuk lebih mudahnya, untuk membiayai defisit anggaran pemerintah dapat menciptakan uang, meminjam dari publik, atau mengurangi cadangan devisa.

2. *The Dornbush-Reynoso Model*

Peran penting defisit anggaran dalam inflasi yang tinggi membuat para ekonom besar mencoba untuk membangun sebuah model inflasi yang dipengaruhi oleh defisit anggaran untuk negara-negara berkembang. Seperti contohnya Dornbusch dan Reynoso dalam Hossain dan Chowdhury (1998) membuktikan bahwa inflasi di negara ekonomi berkembang menunjukkan interaksi dengan empat faktor, yaitu :

1. Pembiayaan defisit, yang memengaruhi pertumbuhan *money supply*

2. Institusi keuangan, yang menetapkan permintaan uang
3. *Shock* pada anggaran pemerintah
4. Kemampuan untuk bertindak terhadap *shock* tersebut dengan kebijakan fiskal yang baik.

Inflasi yang tinggi memiliki dua karakteristik, yaitu pertama, sebagian besar defisit anggaran dibiayai oleh *money creation*. Kedua, ada petunjuk dimana inflasi periode sekarang berhubungan dengan inflasi periode sebelumnya. Menurut Mundell dalam Hossain and Chowdury (1998), defisit anggaran merupakan bagian (α) dari *income* riil dan fungsi permintaan untuk *high powered money* merupakan fungsi linier inflasi yang meningkat. Bagian (β) adalah defisit yang dibiayai oleh menciptakan uang dan dengan beberapa asumsi, Dornbusch dan Reynoso (1993) membangun model melalui hubungan pertumbuhan dari *high powered money* (μ) dan defisit anggaran, yaitu :

$$\mu = \alpha\beta(\rho + \gamma\pi) \dots\dots\dots(2.8)$$

dimana ρ dan γ adalah parameter dari fungsi kecepatan. Saat kondisi steady-state, dengan tingkat pertumbuhan output riil (gy) dan elastisitas pendapatan terhadap uang yang bersifat *unitary*, tingkat inflasi (π) dapat ditunjukkan dengan :

$$\pi = (\beta\rho\alpha - gy) / (1 - \beta\Delta\alpha) \dots\dots\dots(2.9)$$

Berdasarkan model di atas maka dapat diambil tiga poin penting, yaitu *Pertama*, hubungan antara inflasi dan defisit anggaran yang dibiayai oleh *money creation* adalah tidak linier. Kenaikan yang rendah dari defisit dimana kondisi defisit telah tinggi, signifikan menaikkan tingkat inflasi yang dibutuhkan untuk membiayai anggaran. *Kedua*, struktur keuangan memengaruhi inflasi karena pembiayaan defisit. Semakin maju struktur keuangan maka koefisien ρ dan γ akan semakin besar, oleh karena itu, inflasi yang tinggi terhubung dengan defisit tertentu. *Ketiga*, pertumbuhan ekonomi mengurangi inflasi yang disebabkan pembiayaan defisit. Tingkat persentase penurunan pertumbuhan pendapatan akan menaikkan inflasi berkali lipat ketika kondisi defisit yang tinggi dan juga

kecepatan lebih peka terhadap inflasi. Pergerakan besar yang menurun pertumbuhan pendapatan riil dapat menjadi faktor penting yang memperbesar inflasi.

2.2 Penelitian Sebelumnya

Penelitian yang dilakukan oleh Marco A.F.H. *et .al* (2017) yang berjudul “*The macroeconomic effects of monetary policy shocks under fiscal rules constrained by public debt sustainability*” penelitian ini menganalisis kasus dimana kenaikan suku bunga mengikuti guncangan kebijakan moneter, meningkatkan pembayaran bunga utang publik, dengan demikian membuat fiskal penyesuaian yang diperlukan untuk menjamin keberlanjutan utang. Analisisnya berdasarkan model DSGE berukuran sedang yang dikembangkan dan dikalibrasi ke mewakili ekonomi Brazil. Dimana efek dari tingkat bunga pada utang publik cenderung berkorelasi. Model ini menggabungkan sektor publik yang mampu melakukan intervensi dalam perekonomian dan menganalisis dampaknya terhadap kebijakan fiskal yang disebabkan oleh guncangan kebijakan moneter. Hasil dari penelitian ini menunjukkan besarnya pengurangan PDB setelah guncangan moneter sangat bervariasi tergantung pada kebijakan fiskal yang diadopsi. Secara khusus, aturan dimana penyesuaian fiskal bergantung pada pengurangan investasi publik untuk menstabilkan utang publik yang menghasilkan kerugian output yang lebih tinggi dan rasio pengorbanan. Penggunaan investasi publik sebagai alat penyesuaian fiskal sangat merugikan kinerja ekonomi, karena tidak hanya menghasilkan kerugian output besar, tetapi juga dapat menyebabkan inflasi meningkat karena mengarah pada penurunan produktivitas faktor total disektor swasta dan biaya produktivitas faktor total disektor swasta dan biaya produksi lebih tinggi. Akibatnya, kebijakan fiskal yang lebih agresif pada umumnya mengarah pada kinerja ekonomi yang lebih baik setelah guncangan kebijakan moneter: mengingat waktu respon kebijakan terhadap utang publik, rasio biaya umumnya lebih rendah ketika kebijakan fiskal lebih agresif, sehingga mengambil sedikit waktu untuk menarik utang kembali ke tingkat ekuilibriumnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Gabriel Caldas Montes dan Alexandre Curi (2017) berjudul “*Disagreement in expectations about public debt, monetary policy credibility and inflation risk premium*” penelitian ini menganalisis bagaimana tingkat inflasi merupakan determinan dari *break-even deviation* berdasarkan persamaan Fisher modern di Brazil selama periode penargetan inflasi antara 2005 -2015. Dengan menggunakan unit root (non-stationary data series)-Augmented Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) and Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS). Penelitian ini memberikan bukti bagi pengaruh ketidaksepakatan dalam harapan tentang hutang publik serta kredibilitas kebijakan moneter pada premi risiko inflasi. Penelitian ini menemukan bukti empiris bahwa peningkatan ketidaksepakatan dalam ekspektasi tentang utang publik di Indonesia hubungan dengan PDB dan penurunan kredibilitas dapat meningkatkan risiko inflasi premium di Brasil. Akibatnya, membawa dua implikasi kebijakan yang penting. Satu terkait dengan efek dari harapan yang dibentuk untuk komitmen pemerintah dengan manajemen utang dan lainnya terkait dengan efek dari harapan yang terbentuk untuk komitmen bank sentral dengan rezim Penargetan Inflasi. Hasilnya menunjukkan pengurangan perselisihan dalam harapan tentang utang publik membawa konsekuensi menguntungkan untuk risiko inflasi premium. Selain itu, temuan juga menunjukkan bahwa komitmen untuk tetap rendah dan tingkat inflasi yang stabil dan tingkat ekspektasi inflasi dalam kaitannya dengan target inflasi (yaitu, kredibilitas kebijakan moneter) menentukan premi risiko inflasi.

Penelitian yang dilakukan oleh David Andol fatto dan Fernando M. Martin (2018) yang berjudul “*Monetary policy and liquid government debt*” dengan menggunakan *forward-looking Taylor*, penelitian ini menganalisis Penyebaran pada *treasury* jangka pendek dan bunga cadangan saat ini jauh lebih kecil daripada yang pernah terjadi sebelumnya. Operasi pasar terbuka yang melibatkan pertukaran cadangan untuk *treasury* saat ini kurang penting dibandingkan operasi serupa di masa lalu. Kekuatan ekonomi yang menurunkan hasil obligasi adalah meningkatnya popularitas mereka sebagai bentuk uang. Dilihat dari sudut ini, pasokan uang tetap

sebagai konsekuensi dalam menentukan tingkat inflasi. Semua yang telah berubah adalah lembaga yang bertanggung jawab untuk mengelola pasokan uang primer. Kebijakan moneter melalui pengendalian suku bunga memiliki dampak langsung yang paling jelas pada utang jangka pendek - paling banyak sekuritas pemerintah yang *likuid*. Dengan demikian, kebijakan moneter digunakan untuk mempengaruhi likuiditas-premium pada agunan bermutu tinggi. Tingkat kebijakan bank sentral yang rendah dalam konteks ini dapat ditafsirkan sebagai bentuk "penindasan keuangan" dalam arti membuat utang pemerintah menjadi sangat langka dan mahal. Dengan asumsi bahwa komitmen terbatas adalah satu-satunya pasar keuangan gesekan, kebijakan moneter yang optimal mengikuti aturan Friedman umum. Kekurangan utang pemerintah tidak terpecahkan dengan meningkatkan pasokan nominalnya. Bahkan, meningkat persediaan nominal utang *treasury* sebenarnya memperburuk kekurangan agunan karena alasan yang sama bahwa inflasi yang lebih tinggi tingkat memperburuk kekurangan likuiditas dalam model moneter apa pun. Aturan Friedman standar - resep untuk mengurangi tingkat preferensi waktu - dibiayai melalui surplus anggaran primer yang nyata.

Penelitian yang dilakukan oleh Clara De Luigi dan Florian Huber (2018) yang berjudul "*Debt regimes and the effectiveness of monetary policy*" menggunakan model DSGE penelitian ini menemukan bahwa kebijakan fiskal merespon lebih kuat terhadap peningkatan utang, sementara kebijakan moneter bereaksi lebih kuat terhadap inflasi, selama rezim 'hutang rendah'. Di sisi lain, hasil ini menandakan suatu gerakan menuju pasif moneter dan Kebijakan fiskal 'aktif', yang berarti bahwa tingkat bunga merespon lebih sedikit terhadap inflasi dan pajak mengakomodasi peningkatan utang selama krisis. Karena itu, model kami sangat kuat mendukung hipotesis bahwa, di AS, ekspansi fiskal telah terjadi pada masa-masa sulit meskipun tingkat hutangnya tinggi. Mengingat hasil ini, beralih dalam moneter-fiskal bauran kebijakan di AS telah memastikan penentuan harga juga selama masa pergolakan (Del Negro dan Sims, 2015). Sebagai kesimpulan, hasil empiris kami menunjukkan bahwa konsekuensi ekonomi makro pada guncangan kebijakan moneter lebih lemah

jika rasio utang terhadap PDB meningkat. Yang diamati perubahan dalam varians kesalahan antara rezim mendukung hasil yang dilaporkan di tempat lain. Namun demikian, penelitian ini menemukan bukti yang cukup besar bahwa saluran transmisi kebijakan moneter menampilkan perbedaan struktural yang secara langsung bergantung pada posisi fiskal dan pada situasi anggaran pemerintah. Khususnya, reaksi investasi dan inflasi cenderung sangat heterogen antar rezim, menunjukkan bahwa saluran transmisi lebih lemah dalam rezim utang tinggi karena harapan masa depan beban fiskal dan peningkatan penghindaran risiko agen ekonomi. Deflasi utang saluran dan saluran suku bunga riil yang lebih lemah mungkin juga memainkan peran pada saat tinggi rezim hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Joaquim Pinto De Andreade (2011) berjudul *‘‘Implications of public debt indexation for monetary policy transmission’’* menggunakan estimasi model VAR, penelitian ini memberikan pemahaman yang lebih baik tentang saluran melalui kebijakan moneter di Brasil yang mempengaruhi variabel riil. Tingkat tinggi suku bunga jangka pendek di Brasil dan fungsi reaksi kebijakan moneter yang kuat telah dianggap sebagai fakta yang membingungkan sejak adopsi Rencana Nyata yang dibawa inflasi turun. Untuk memberikan penjelasan (atau satu penjelasan lebih lanjut) kami mengukur dampak kebijakan Bank Sentral Brasil terhadap konsumsi melalui efek kekayaan. Hasil kami menunjukkan bahwa efek kekayaan dapat menjadi saluran moneter yang relevan transmisi kebijakan di Brasil. Namun demikian, eksperimen ekonometrik menunjukkan bahwa bagian dari obligasi yang diindeks membuat efek kekayaan tidak signifikan. Di lain kata-kata, bagian tinggi dari obligasi yang diindeks mengkompromikan efek kekayaan pada konsumsi, akibatnya mekanisme transmisi moneter melalui kekayaan dan sebagai hasilnya mengurangi kekuatan kebijakan moneter. Data menunjukkan bahwa ada efek kekayaan negatif pada konsumsi yang disebabkan oleh kenaikan suku bunga. Namun itu diimbangi dengan adanya obligasi yang diindeks ke tingkat bunga.

Penelitian yang dilakukan oleh Toichiro Asada , Michal Demetrian dan Rudolf Zimka (2017) berjudul *‘‘ On Dynamics in a Keynesian Model of Monetary*

Stabilization Policy with Debt Effect” menggunakan simulasi numerik *forward looking* dan *backward looking*, penelitian ini menganalisis perilaku dinamis Keynesian / Minskian model empat dimensi kebijakan stabilisasi moneter dengan efek utang. Empat dimensi tersebut adalah tingkat inflasi, suku bunga nominal, rasio utang, dan rasio modal swasta. Hasilnya, fluktuasi ekonomi endogen (siklus bisnis) melalui mekanisme berikut. Munculnya y menginduksi kenaikan pengeluaran investasi perusahaan melalui peningkatan tingkat laba r , yang menginduksi kenaikan d melalui peningkatan pembiayaan hutang. Namun, kenaikan d cenderung mengurangi y melalui efek negatif pada pengeluaran investasi. Interaksi ini menghasilkan fluktuasi siklus dari variabel utama.

Penelitian yang dilakukan oleh Richard A. Werner (2014) berjudul “*Enhanced Debt Management: Solving the eurozone crisis by linking debt management with fiscal and monetary policy*”. Dengan menggunakan estimasi ols, penelitian ini menunjukkan bahwa *Enhanced Debt Management* (EDM) menghasilkan sejumlah keunggulan signifikan dibandingkan pembiayaan obligasi tradisional: (1) Kontrak pinjaman bank tidak dapat diperdagangkan dan tidak harus ditandai ke pasar. Serangan spekulatif hutang itu tidak mungkin. (2) Selama krisis, pendanaan pinjaman bank tidak tetap jauh lebih murah daripada yang diperdagangkan pembiayaan obligasi bagi pemerintah. Sangat mengejutkan bahwa kantor manajemen utang belum beralih mulai dari penerbitan obligasi hingga pinjaman dari bank melalui kontrak pinjaman. Italia pada 2012 bisa menyelamatkan miliaran euro berkat bunga yang lebih rendah *charges*. (3) Dengan EDM, peringkat kredit negara tidak diperlukan (penghematan biaya) dan penurunan rating akan terjadi tidak relevan, tidak mempengaruhi neraca bank atau kemampuan pemerintah untuk meminjam dari bank. (4) Pinjaman bank tersedia di dalam negeri dan karenanya memberikan struktur utang yang lebih stabil, independen dari pinjaman dari luar negeri. (5) Ketika bank perlu menghasilkan pengembalian sebagai cadangan atau buffer modal, metode berkelanjutan adalah untuk memungkinkan mereka untuk mendapatkan ini melalui pertumbuhan, dengan memberikan pinjaman kepada

pemerintah. (6) Pembuatan kredit bank untuk transaksi yang merupakan bagian dari PDB telah diidentifikasi sebagai yang utama penentu pertumbuhan PDB nominal.

Penelitian yang dilakukan Pablo D'Erasmus, Enrique G. Mendoza dan Jing Zhang (2015) mengenai utang publik dan dampaknya pada solvabilitas fiskal. Menggunakan metode FRFs menunjukkan bahwa pendekatan tradisional untuk analisis utang adalah cacat. Pendekatan ini menggunakan anggaran pemerintah untuk mengetahui utang berkelanjutan sebagai nilai anuitas dari saldo primer namun tidak terbentuk konsisten proyeksi utang dan neraca primer dengan tingkat utang.

Penelitian yang dilakukan Marco A.F.H. Cavalcanti, Luciano Vereda, Rebeca de B. Doctors, Felipe C. Lima dan Lucas Maynard (2018) membandingkan efek makroekonomi guncangan kebijakan moneter dibawah aturan kebijakan fiskal. Penelitian ini menganalisis kenaikan suku bunga mengikuti kebijakan moneter, dan dapat meningkatkan pembayaran bunga utang publik. Dengan demikian membuat fiskal penyesuaian yang diperlukan untuk menjamin keberlanjutan utang. Menggunakan model DSGE, dalam ekonomi Brazil, efek dari tingkat bunga utang publik. Model ini menggabungkan sektor publik mampu melakukan intervensi dalam ekonomi dan berdampak pada berbagai aturan fiskal yang dihasilkan akibat efek dari guncangan moneter. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa GDP tergantung pada aturan fiskal yang diadopsi. Secara khusus aturan dimana penyesuaian fiskal bergantung pada pengurangan investasi publik untuk menstabilkan utang publik.

Penelitian dari Aleksander Berentsen, dan Christopher Walle (2018) mengenai tingkat harga utang pemerintah ditentukan oleh kebijakan fiskal, dengan menggunakan model keseimbangan umum dinamis dimana agen menggunakan obligasi pemerintah nominal sebagai amanan dalam pengaturan pemberian pinjaman yang aman. Jika batasan agunan mengikat, harga agen dalam premi likuiditas pada obligasi yang menurunkan tingkat riil pada obligasi. Dalam ekuilibrium, tingkat harga ditentukan menurut teori fiskal tingkat harga. Namun, nilai pasar utang pemerintah melebihi nilai dasarnya. Hasil dari penelitian ini berlawanan dengan instuisi yang

meningkatkan pajak atau pemotongan dalam pengeluaran pemerintah dapat menjadi stimulatif. Penelitian ini membangun model dengan struktur fiskal minimal dalam arti bahwa pajak lump-sum dan pengeluaran pemerintah konstan.

Penelitian dari Gilles Dufrénot, Fredj Jawadi, dan Guillaume A. Khayat (2018) menggunakan model ekonomi terbuka dimana bank sentral melakukan *trade off* antara stabilisasi siklus bisnis dan menargetkan inflasi ke tingkat yang menstabilkan rasio utang publik. Model ini menunjukkan bahwa dominasi fiskal ekonomi tertutup tidak selalu berarti hiperinflasi. Bahkan, dalam perekonomian terbuka, berhasil menurunkan rasio utang ketika output cukup reaktif kebijakan moneter yang tidak konvensional dan ketika ekspektasi inflasi masa depan terhadap target inflasi stabilisasi utang. Hasil penelitian ini adalah dominasi fiskal digunakan sebagai strategi untuk meningkatkan inflasi dan output untuk mencapai kesinambungan utang.

Table 2.1 Penelitian Terdahulu

no	Peneliti dan Tahun	judul	Metode	Variabel	Hasil penelitian
1	Marco A.F.H. <i>et .al</i> (2017)	<i>The macroeconomic effects of monetary policy shocks under fiscal rules constrained by public debt sustainability</i>	DSGE	Utang publik, suku bunga, GDP	besarnya pengurangan PDB setelah guncangan moneter sangat bervariasi tergantung pada kebijakan fiskal yang diadopsi. Secara khusus, aturan dimana penyesuaian fiskal bergantung pada pengurangan investasi publik untuk menstabilkan utang publik yang menghasilkan kerugian output yang lebih tinggi dan rasio pengorbanan. Penggunaan investasi publik sebagai alat penyesuaian fiskal sangat merugikan kinerja ekonomi, karena tidak hanya menghasilkan kerugian output besar, tetapi juga dapat menyebabkan inflasi meningkat karena mengarah pada penurunan produktivitas faktor total disektor swasta dan biaya produktivitas faktor total disektor swasta dan biaya produksi lebih tinggi.
2	Gabriel Caldas Montes dan Alexandre Curi (2017)	<i>'Disagreement in expectations about public debt, monetary policy credibility and inflation risk premium</i>	unit root (non-stationary data series)-Augmented Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) and Kwiatkowski-Phillips-	Utang publik, inflasi, GDP	pengurangan perselisihan dalam harapan tentang utang publik membawa konsekuensi menguntungkan untuk risiko inflasi premium. Selain itu, temuan juga menunjukkan bahwa komitmen untuk tetap rendah dan tingkat inflasi yang stabil dan tingkat ekspektasi inflasi dalam kaitannya dengan target inflasi (yaitu, kredibilitas kebijakan moneter) menentukan premi risiko inflasi.

			Schmidt-Shin (KPSS).		
3	David Andol fatto dan Fernando M. Martin (2018)	<i>Monetary policy and liquid government debt</i>	<i>forward-looking Taylor</i>	Obligasi, suku bunga, inflasi, M1	kekurangan utang pemerintah tidak terpecahkan dengan meningkatkan pasokan nominalnya. Bahkan, meningkat persediaan nominal utang <i>treasury</i> sebenarnya memperburuk kekurangan agunan karena alasan yang sama bahwa inflasi yang lebih tinggi tingkat memperburuk kekurangan likuiditas dalam model moneter apa pun. Aturan Friedman standar - resep untuk mengurangi tingkat preferensi waktu - dibiayai melalui surplus anggaran primer yang nyata.
4	Clara De Luigi dan Florian Huber (2018)	<i>'Debt regimes and the effectiveness of monetary policy</i>	DSGE	Utang publik, GDP	konsekuensi ekonomi makro pada guncangan kebijakan moneter lebih lemah jika rasio utang terhadap PDB meningkat. Yang diamati perubahan dalam varians kesalahan antara rezim mendukung hasil yang dilaporkan di tempat lain. Namun demikian, penelitian ini menemukan bukti yang cukup besar bahwa saluran transmisi kebijakan moneter menampilkan perbedaan struktural yang secara langsung bergantung pada posisi fiskal dan pada situasi anggaran pemerintah. Khususnya, reaksi investasi dan inflasi cenderung sangat heterogen antar rezim, menunjukkan bahwa saluran transmisi lebih lemah dalam rezim utang tinggi karena harapan masa depan beban fiskal dan peningkatan penghindaran risiko agen ekonomi. Deflasi utang saluran dan saluran suku bunga riil yang lebih lemah

					mungkin juga memainkan peran pada saat tinggi rezim hutang.
5	Joaquim Pinto De Andreade (2011)	<i>Implications of public debt indexation for monetary policy transmission</i>	VAR	Indeks obligasi, suku bunga, inflasi	obligasi yang diindeks membuat efek kekayaan tidak signifikan. Di lain kata-kata, bagian tinggi dari obligasi yang diindeks mengkompromikan efek kekayaan pada konsumsi, akibatnya mekanisme transmisi moneter melalui kekayaan dan sebagai hasilnya mengurangi kekuatan kebijakan moneter. Data menunjukkan bahwa ada efek kekayaan negatif pada konsumsi yang disebabkan oleh kenaikan suku bunga. Namun itu diimbangi dengan adanya obligasi yang diindeks ke tingkat bunga.
6	Toichiro Asada , Michal Demetrian dan Rudolf Zimka (2017)	<i>On Dynamics in a Keynesian Model of Monetary Stabilization Policy with Debt Effect</i>	simulasi numerik <i>forward looking</i> dan <i>backward looking</i>	tingkat inflasi, suku bunga nominal, rasio utang, dan rasio modal swasta.	fluktuasi ekonomi endogen (siklus bisnis) melalui mekanisme berikut. Munculnya y menginduksi kenaikan pengeluaran investasi perusahaan melalui peningkatan tingkat laba r, yang menginduksi kenaikan d melalui peningkatan pembiayaan hutang. Namun, kenaikan d cenderung mengurangi y melalui efek negatif pada pengeluaran investasi. Interaksi ini menghasilkan fluktuasi siklus dari variabel utama.
7	Richard A. Werner (2014)	<i>Enhanced Debt Management: Solving the eurozone crisis by linking debt management with fiscal and monetary policy</i>	OLS	Obligasi, GDP	<i>Enhanced Debt Management</i> (EDM) menghasilkan sejumlah keunggulan signifikan dibandingkan pembiayaan obligasi tradisional
8	Pablo D'Erasmus, Enrique G. Mendoza dan Jing Zhang (2015)	<i>Impact Public Debt of Fiscal Policy</i>	Metode FRFs	Obligasi, GDP, pajak	pendekatan tradisional untuk analisis utang adalah cacat. Pendekatan ini menggunakan anggaran pemerintah untuk mengetahui

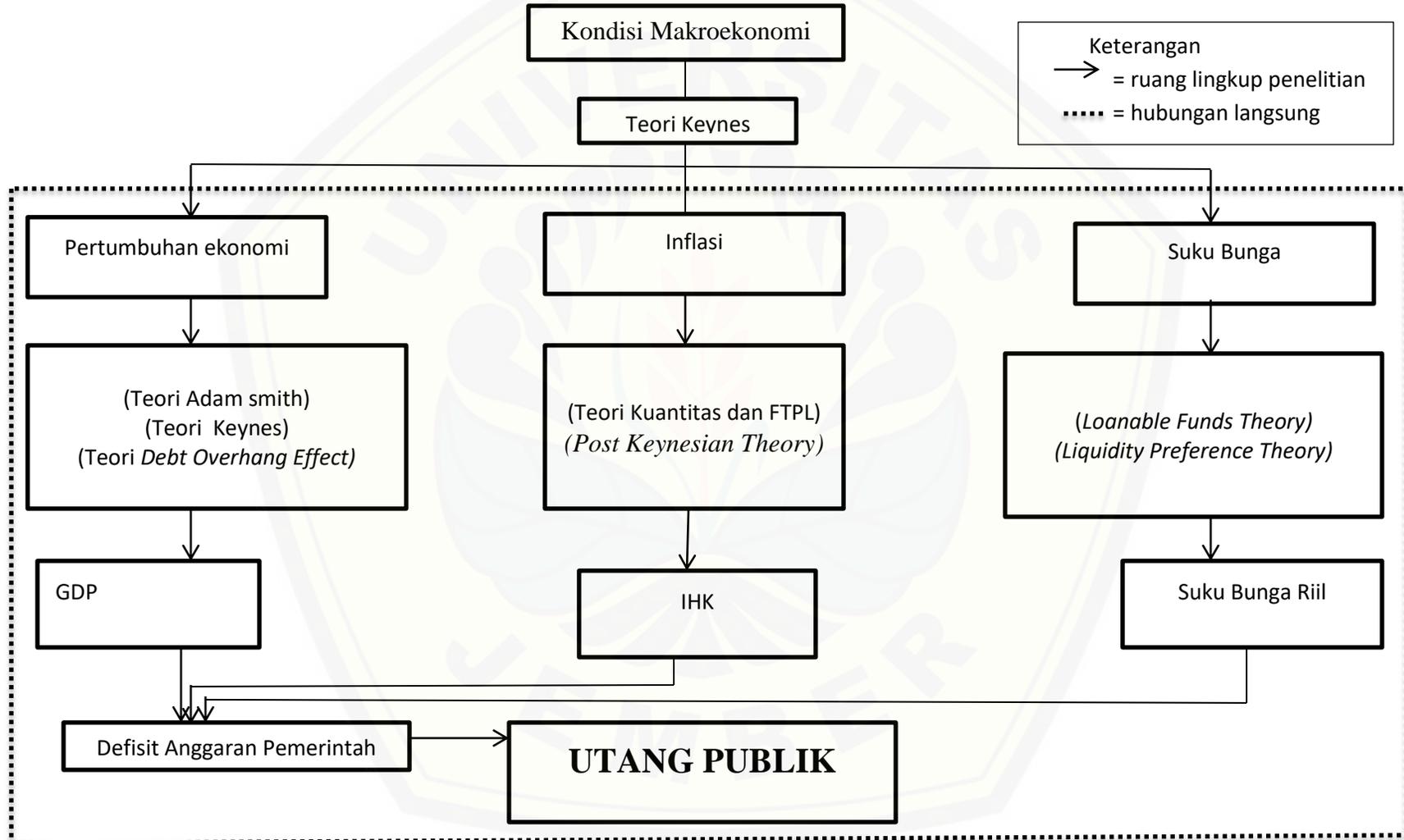
					utang berkelanjutan sebagai nilai anuitas dari saldo primer namun tidak terbentuk konsisten proyeksi utang dan neraca primer dengan tingkat utang.
9	Marco A.F.H. Cavalcanti, Luciano Vereda, Rebeca de B. Doctors, Felipe C. Lima dan Lucas Maynard (2018)	<i>The Impact of Macroeconomics Monetary Policy</i>	DSGE	Obligasi, GDP, suku bunga	GDP tergantung pada aturan fiskal yang diadopsi. Secara khusus aturan dimana penyesuaian fiskal bergantung pada pengurangan investasi publik untuk menstabilkan utang publik.
10	Aleksander Berentsen, dan Christopher Walle (2018)	<i>Impact Macroeconomics of Fiscal Policy</i>	model keseimbangan umum dinamis	Obligasi, GDP, Pajak, pengeluaran pemerintah	Hasil dari penelitian ini berlawanan dengan intuisi yang meningkatkan pajak atau pemotongan dalam pengeluaran pemerintah dapat menjadi stimulatif. Penelitian ini membangun model dengan struktur fiskal minimal dalam arti bahwa pajak lump-sum dan pengeluaran pemerintah konstan.
11	Penelitian dari Gilles Dufrénot, Fredj Jawadi, dan Guillaume A. Khayat (2018)	<i>The Impact Business Cycle of Fiscal Policy</i>	model ekonomi terbuka	Inflasi,, obligasi	dominasi fiskal ekonomi tertutup tidak selalu berarti hiperinflasi. Bahkan, dalam perekonomian terbuka, berhasil menurunkan rasio utang ketika output cukup reaktif kebijakan moneter yang tidak konvensional dan ketika ekspektasi inflasi masa depan terhadap target inflasi stabilisasi utang. Hasil penelitian ini adalah dominasi fiskal digunakan sebagai strategi untuk meningkatkan inflasi dan output untuk mencapai kesinambungan utang.

2.3 Kerangka Konseptual

Negara berkembang masih memerlukan proses pembangunan yang cepat untuk mengejar ketertinggalan ekonomi dari negara-negara yang sudah maju. Kebijakan ekonomi di setiap negara sangat mempengaruhi siklus kestabilan perekonomian. Kebijakan fiskal dan moneter harus selalu diperhatikan, karna dua kebijakan ini sangat berpengaruh pada *equilibrium* ekonomi negara. Negara yang mampu menstabilkan perekonomiannya adalah negara yang sudah dapat membuat dua kebijakan tersebut berjalan beriringan dan mampu bekerjasama didalamnya, sehingga akan menciptakan pola keseimbangan ekonomi. Apabila keseimbangan fiskal terganggu, maka pemerintah harus mencari alternatif untuk membiayai pengeluarannya seperti adanya utang publik. utang publik tersebut dapat berupa obligasi dan lainnya. Namun, utang publik yang besar dapat membawa efek bagi kestabilan moneter seperti inflasi, naiknya suku bunga sehingga akan memengaruhi tingkat pertumbuhan ekonomi negara, maka dari itu, kebijakan fiskal maupun moneter harus kerjasama untuk mensatbilkan perekonomian negara.

penelitian ini fokus pada variabel obligasi pemerintah di ASEAN-4 yang terdiri dari negara Indonesia, Malaysia, Thailand dan Filipina. Variabel obligasi pemerintah dianggap mampu menggambarkan kondisi utang publik. variabel obligasi pemerintah disini di teliti dan diuji apakah terdapat efek yang ditimbulkan dari kondisi makroekonomi terhadap variabel obligasi pemerintah di ASEAN-4. Pengujian ini untuk mengetahui terdapatnya pengaruh-pengaruh yang dapat mempengaruhi utang publik. Adanya keterkaitan variabel makroekonomi terhadap obligasi pemerintah berawal dari keseimbangan neraca keuangan negara di masing-masing negara yang menimbulkan guncangan moneter. Maka dari itu perlu untuk menjaga dan terus memantau perkembangan keseimbangan neraca tersebut agar berdampak positif pada perekonomian yang normal. Keterkaitan tersebut dapat berimbas pada kestabilan moneter. Sehingga dapat memengaruhi laju pertumbuhan dan perkembangan ekonomi negara. Siklus ini terjadi terus menerus dan berkelanjutan. Dari penjelasan diatas dapat digambarkan sebagai berikut:

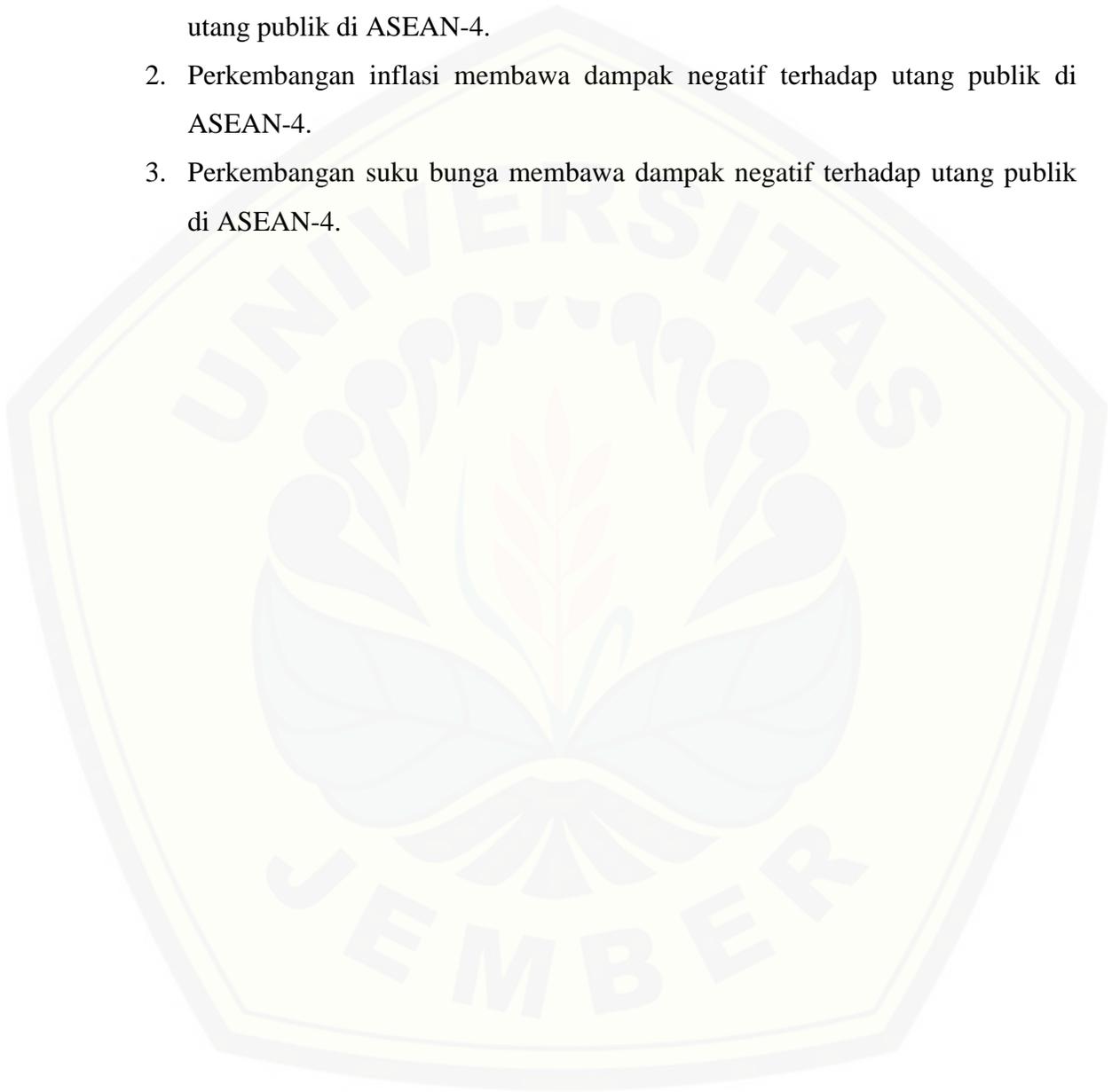
Gambar 2.4 Kerangka konseptual



2.4 Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian yang dibangun dalam penelitian ini adalah bahwa:

1. Perkembangan pertumbuhan ekonomi membawa dampak negatif terhadap utang publik di ASEAN-4.
2. Perkembangan inflasi membawa dampak negatif terhadap utang publik di ASEAN-4.
3. Perkembangan suku bunga membawa dampak negatif terhadap utang publik di ASEAN-4.



BAB 3 METODE PENELITIAN

Bab 3 menggambarkan metode penelitian yang digunakan untuk mengestimasi model empiris yang diajukan dalam penelitian ini. Hasil estimasi nantinya diharapkan dapat menunjukkan hubungan antar variabel dependen dan independen. Bab 3 terdiri atas subbab 3.1 membahas jenis dan sumber data yang digunakan, subbab 3.2 membahas desain penelitian yang diajukan dalam penelitian ini subbab 3.3 membahas mengenai spesifikasi model yang digunakan dalam penelitian, subbab 3.4 membahas mengenai metode yang digunakan dalam penelitian ini, dan terakhir 3.5 membahas penjabaran variabel yang digunakan.

3.1 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian *asosiatif*. Menurut Sugiono (2007:5), penelitian *asosiatif* merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui dan membuktikan dampak kondisi makroekonomi terhadap utang publik di ASEAN-4. Dalam penelitian ini pendekatan yang dilakukan adalah pendekatan deskriptif kuantitatif. Artinya data yang dikumpulkan berupa angka-angka, sehingga yang menjadi fokus penelitian ini adalah ingin menggambarkan realita secara empiris dibalik fenomena secara mendalam, rinci dan tuntas. Oleh karena itu, penggunaan pendekatan kuantitatif ini cocok antara realita yang ada dengan teori yang berlaku. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber. Data sekunder adalah data yang didapat dari sumber bacaan dan berbagai macam sumber lainnya yang terdiri dari dokumen-dokumen yang sudah ada baik dari buku, jurnal maupun data-data dari situs resmi yang diterbitkan oleh lembaga pemerintah. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data *time series* tahunan mulai dari 1987 sampai 2016. Penentuan rentang waktu yang digunakan sebagai obyek penelitian ditentukan oleh ketersediaan data setiap variabel yang dianggap mampu menggambarkan dan menjelaskan perubahan fenomena ekonomi yang berhubungan dengan kondisi makroekonomi dan dampaknya pada utang publik.

Kemudian untuk membiayai pengeluaran negara. Pemerintah memasukkan unsur utang dari berbagai macam pendapatannya untuk membiayai pengeluarannya. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari berbagai sumber data statistik yaitu *worldbank*, *Asia Development Bank*, Badan Pusat statistik, Bank Indonesia dan beberapa sumber data statistik yang terkait dari internet. Untuk mencapai keseimbangan antara angka panjang sampel ukuran panel, penelitian ini menggunakan sampel 4 negara di Asia tenggara yang memiliki peringkat obligasi pemerintah tertinggi di Asia tenggara menurut *Asia Bond Monitor* yang dikeluarkan oleh *Asia Development Bank*. Negara tersebut adalah negara Indonesia, Malaysia, Thailand dan Filipina.

3.2 Spesifikasi Model penelitian

Penelitian ini mencoba untuk membangun model dari konsep Kebijakan moneter yang didasarkan pada model Widajati A. (2009) dan Ningrum I.P (2018). Model Widajati A. (2009) menganalisis hubungan Inflasi, dan suku bunga terhadap utang publik di Indonesia pada tahun 2006-2007. Sedangkan Ningrum I.P (2018) Menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi utang publik di Indonesia pada tahun 1991-2015.

Model Widajati A (2009) dapat dituliskan:

$$\text{Obligasi Pemerintah} = a_0 + b_1 \text{ Inflasi} + b_2 \text{ Tingkat bunga SBI} + \varepsilon_2 \dots \dots \dots (3.1)$$

Sedangkan model Ningrum I.P (2018) dapat dituliskan:

$$UP_t = \beta_0 + \beta_1 DA_t + \beta_2 PDN_t + \beta_3 PN_t + \beta_4 TD_t + \mu \dots \dots \dots (3.2)$$

Keterangan :

Y = Utang Publik(US\$)

β_0 = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien Regresi

DA = Defisit Anggaran (miliar rupiah)

PDN = Pengeluaran Dalam Negeri (miliar rupiah)

PN = Pendapatan Nasional (miliar rupiah)

TD = Tabungan Domestik (triliun rupiah)

Dari model Widajati A (2009) dan model Ningrum I.P (2018), maka dapat dibuat model ekonomi:

$$\text{Obligasi publik} = \text{GDP} + \text{suku bunga} + \text{inflasi} \dots \dots \dots (3.3)$$

Dari model ekonomi tersebut dapat dibuat model matematis:

$$OP = GDP_{t1} + INF_{t1} + IR_{t1} \dots \dots \dots (3.4)$$

Dari model ekonomi tersebut dapat dibuat model ekonometrika:

$$OP_{t1} = a + GDP_{t1} + INF_{t1} + IR_{t1} + u \dots \dots \dots (3.5)$$

$$OP_{t1} = a + x1. GDP_{t1} + x2. INF_{t1} + x3. IR_{t1} + u \dots \dots \dots (3.6)$$

Dimana: a merupakan kostanta, GDP adalah pendapatan nasional (US\$ Pertahun), ir adalah suku bunga (% Pertahun), inf adalah inflasi (% Pertahun) dan u adalah *error term*.

3.3 Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan data time series tahunan dengan periode 1987 sampai 2016. Periode ini ditentukan berdasarkan data yang tersedia setiap variabel dan dianggap mampu menjelaskan fenomena yang berkaitan dengan kondisi makroekonomi terhadap utang publik. penelitian ini menggunakan analisis deskriptif kuantitatif. Dalam penelitian ini, untuk mendukung analisis mengenai dampak kondisi makroekonomi terhadap utang publik di ASEAN-4, maka digunakan metode analisis data dengan bantuan *software Eviews 7*.

3.3. 1 Generalized Method of Moment (GMM)

Generalized Method of Moment (GMM) dikembangkan oleh Holtz-Eakin dkk (1988) dan Arellano dan Bond (1991). Prosedur yang digunakan memberikan

beberapa keuntungan terhadap perkembangan model panel yang melibatkan variabel tenggat terikat.

Model GMM yang dibangun pada penelitian ini dapat dituliskan:

$$Y_{it} - Y_{i,t-1} = \delta (Y_{i,t-1} - Y_{i,t-2}) + GDP_{it} - GDP_{i,t-1} + INF_{it} - INF_{i,t-1} + Ir_{it} - Ir_{i,t-1} + \varepsilon \dots\dots\dots(3.7)$$

Prosedur Pengujian GMM dan Tahapan dalam mengestimasi model GMM yaitu

1. Memilih model yang baik dengan: uji Chow dan uji Hausman.
 - a. Uji Chow

Untuk mengetahui model mana yang lebih baik dalam pengujian data panel, bisa dilakukan dengan penambahan variabel dummy sehingga dapat diketahui bahwa intersepnya berbeda dapat diuji dengan uji Statistik F. Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah teknik regresi data panel dengan metode *Fixed Effect* lebih baik dari regresi model data panel tanpa variabel dummy atau metode *Common Effect*. Hipotesis nul pada uji ini adalah bahwa intersep sama, atau dengan kata lain model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Common Effect*, dan hipotesis alternatifnya adalah intersep tidak sama atau model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Fixed Effect*.

Nilai Statistik F hitung akan mengikuti distribusi statistik F dengan derajat kebebasan (*deggre of freedom*) sebanyak m untuk numerator dan sebanyak $n - k$ untuk denominator. m merupakan merupakan jumlah restriksi atau pembatasan di dalam model tanpa variabel dummy. Jumlah restriksi adalah jumlah individu dikurang satu. n merupakan jumlah observasi dan k merupakan jumlah parameter dalam model *Fixed Effect*. Jumlah observasi (n) adalah jumlah individu dikali dengan jumlah periode, sedangkan jumlah parameter dalam model *Fixed Effect* (k) adalah jumlah variabel ditambah jumlah individu. Apabila nilai F hitung lebih besar dari F kritis maka hipotesis nul ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect*. Dan sebaliknya, apabila nilai F hitung lebih kecil

dari F kritis maka hipotesis nul diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Common Effect* (Iqbal M. 2015).

b. Uji Lagrange Multiplier (LM)

Uji Lagrange Multiplier (LM) adalah uji untuk mengetahui apakah model *Random Effect* atau model *Common Effect*(OLS) yang paling tepat digunakan. Uji signifikansi *Random Effect* ini dikembangkan oleh Breusch Pagan. Metode Breusch Pagan untuk uji signifikansi *Random Effect* didasarkan pada nilai *residual* dari metode OLS. Uji LM ini didasarkan pada distribusi *chi-squares* dengan *degree of freedom* sebesar jumlah variabel independen. Jika nilai LM statistik lebih besar dari nilai kritis statistik *chi-squares* maka kita menolak hipotesis nul, yang artinya estimasi yang tepat untuk model regresi data panel adalah metode *Random Effect* dari pada metode *Common Effect*. Sebaliknya jika nilai LM statistik lebih kecil dari nilai statistik *chi-squares* sebagai nilai kritis, maka kita menerima hipotesis nul, yang artinya estimasi yang digunakan dalam regresi data panel adalah metode *Common Effect* bukan metode *Random Effect* (Widarjono, 2009).

c. Uji Hausman

Uji Hausman Test menunjukkan bahwa metode yang terbaik adalah Random effect dari pada Fixed Effect. Sehingga langkah berikutnya untuk menentukan apakah Random Effect lebih baik dari pada Common Effect . (Hidayat A. 2017). Uji Hausman ini didasarkan pada ide bahwa *Least Squares Dummy Variables* (LSDV) dalam metode metode *Fixed Effect* dan *Generalized Least Squares* (GLS) dalam metode *Random Effect* adalah efisien sedangkan *Ordinary Least Squares* (OLS) dalam metode *Common Effect* tidak efisien.

Dilain pihak, alternatifnya adalah metode OLS efisien dan GLS tidak efisien. Karena itu, uji hipotesis nulnya adalah hasil estimasi keduanya tidak berbeda sehingga uji Hausman bisa dilakukan berdasarkan perbedaan estimasi tersebut. Statistik uji Hausman mengikuti distribusi statistik *Chi-Squares* dengan derajat kebebasan (*df*) sebesar jumlah variabel bebas. Hipotesis nulnya adalah bahwa model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect* dan hipotesis

alternatifnya adalah model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect*. Apabila nilai statistik Hausman lebih besar dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect*. Dan sebaliknya, apabila nilai statistik Hausman lebih kecil dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect* (Iqbal M. 2015).

2. Mendeteksi kelemahan variabel menggunakan bantuan estimasi OLS dan *within Groups*.

Untuk dapat mendeteksi keberadaan lemahnya variabel instrumen dari penelitian ini. GMM-diff dapat dilihat dengan perbandingan hasil estimasi menggunakan bantuan estimasi OLS dan *within Groups*. OLS (Ordinary Least Square) adalah model regresi yang dapat menghasilkan nilai residual terkecil. Semakin kecil nilai residual yang dihasilkan, maka semakin baik hasil dari model regresi tersebut, Nilai residual terkecil menunjukkan nilai estimasi yang dihasilkan dari suatu analisis regresi akan mendekati nilai aktualnya, sedangkan *within groups* digunakan untuk melihat Varians total yang dapat dipartisi ke dalam komponen yang disebabkan kesalahan acak yang sesungguhnya. *Within groups* dapat dilihat melalui uji F, yang menguji apakah rasio varians secara signifikan lebih besar dari 1.

3. Uji asumsi klasik

Sebelum melihat estimasi GMM terhadap hipotesis penelitian, maka terlebih dahulu perlu dilakukan suatu pengujian asumsi klasik atas data yang akan diolah sebagai berikut :

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Kalau

asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil. Ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik. Untuk menguji apakah data berdistribusi normal atau tidak dilakukan analisis grafik. Residual berdistribusi normal jika memiliki nilai signifikansi $>0,05$ (Imam Ghozali, 2011: 160-165).

b. Uji Multikolinieritas

Menurut Imam Ghozali (2011: 105-106) uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Untuk menguji multikolinieritas dengan cara melihat nilai VIF masing-masing variabel independen, jika nilai $VIF < 10$, maka dapat disimpulkan data bebas dari gejala multikolinieritas.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk melakukan uji heteroskedastisitas, yaitu uji grafik plot, uji park, uji glejser, dan uji *white* (Imam Ghozali, 2011: 139-143).

4. Estimasi GMM panel

Method of moment (MM) berasal dari estimasi momen pertama distribusi dengan mengasumsikan distribusi suatu populasi memiliki nilai rata-rata dan variansi sama dengan 1. Method of moment merupakan salah satu metode yang digunakan untuk memperoleh suatu estimator untuk parameter θ dengan ide dasar berupa menyamakan antara momen-momen populasi dengan momen-momen sampel. Generalized Method of Moment (GMM) merupakan metode penaksiran parameter perluasan dari metode momen. Metode momen tidak dapat digunakan apabila banyaknya variabel instrumen lebih besar dibandingkan dengan jumlah parameter yang akan ditaksir. GMM menyamakan momen kondisi dari populasi dengan momen kondisi dari sampel. Metode GMM merupakan salah satu metode yang dapat

mengatasi kondisi data dengan pelanggaran asumsi-asumsi pada analisis regresi. GMM didapat dengan cara meminimumkan jumlah kuadrat terboboti dari momen kondisi sampel (Taurif R. M. *et. al.*2014).

3.4 Definisi Variabel Operasional

Definisi Operasional variabel digunakan untuk menghindari adanya kesalahan pemahaman dalam mendefinisikan variabel yang ada dalam penelitian. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri atas variabel terikat (*dependent variabel*), variabel bebas (*independent variabel*). Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah obligasi pemerintah sebagai variabel yang dapat menggambarkan utang publik, variabel bebas yang digunakan adalah GDP, suku bunga dan inflasi.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini antara lain

- a) Obligasi pemerintah adalah jumlah uang yang wajib dibayarkan oleh pemerintah baik dalam negeri maupun ke pemerintah luar negeri. Obligasi pemerintah dalam penelitian ini menggunakan satuan milyar dollar amerika (US\$) pertahun. Obligasi pemerintah dalam penelitian merupakan variabel yang dapat menggambarkan kondisi utang publik.
- b) GDP adalah nilai barang dan jasa akhir yang dihasilkan oleh berbagai unit produksi di wilayah suatu negara dalam jangka waktu setahun. GDP dalam penelitian ini dinyatakan dalam satuan milyar dollar amerika (US\$) pertahun.
- c) Suku bunga adalah harga dari penggunaan uang atau bias juga dipandang sebagai sewa atas penggunaan uang untuk jangka waktu tertentu. Atau harga dari meminjam uang untuk menggunakan daya belinya dan biasanya dinyatakan dalam persen (%) pertahun.
- d) Inflasi adalah suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus (continue) berkaitan dengan mekanisme pasar yang dapat disebabkan oleh berbagai faktor, antara lain, konsumsi masyarakat yang

meningkat, berlebihan likuiditas di pasar yang memicu konsumsi atau bahkan spekulasi, sampai termasuk juga akibat adanya ketidaklancaran distribusi barang. Inflasi dalam penelitian ini menggunakan satuan persen (%) pertahun.



BAB 5 PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pembahasan dampak kondisi makroekonomi terhadap utang publik di ASEAN-4 dalam penelitian ini, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap utang publik negatif signifikan, yang artinya, Kenaikan pertumbuhan ekonomi (GDP) pada tahun ini sebesar 1% maka akan menurunkan utang publik sebesar $-4.15E+08$ %. Dengan asumsi variabel lain konstan. Hal ini akan membawa dampak kemakmuran bagi masyarakat karena pendapatan negara meningkat.
2. pengaruh inflasi terhadap utang publik negatif signifikan, yang artinya, Kenaikan inflasi pada tahun ini sebesar 1% akan menurunkan utang publik sebesar $-3.15E+08$ %. Dengan asumsi variabel lain konstan. Hal ini dikarenakan utang publik tidak terlalu digunakan sebagai pengendali inflasi yang naik. Pemerintah lebih memilih kebijakan lain seperti penciptakan uang baru dari pada pengendalian lewat kebijakan fiskal.
3. Pengaruh suku bunga terhadap utang publik negatif signifikan, yang artinya, Kenaikan suku bunga pada tahun ini sebesar 1% maka akan menurunkan utang publik sebesar -273163.0 %. hal ini dikarenakan utang publik tidak terlalu digunakan sebagai pengontrol suku bunga. Hal ini menunjukkan pengendalian suku bunga lebih besar dipengaruhi oleh kebijakan moneter dari pada kebijakan fiskal.

5.2 Saran

Berdasarkan uraian hasil , penulis memberikan saran sebagai berikut:

- a) Bagi Pemerintah di ASEAN-4
 1. Porsi utang bagi tiap negara:
 - a. Untuk Pemerintah Indonesia, utang publik harus dikelola dengan baik, utang merupakan sarana yang baik untuk meningkatkan roda perekonomian. Utang

Indonesia yang masih dalam tergolong wajar dapat memberikan sentiment positif bagi perekonomian. Hal ini didukung juga dengan semakin banyaknya aktifitas sektor produksi baik pemerintah ataupun swasta. Bank sentral juga harus mengontrol utang publik, hal ini dapat dilakukan dengan kebijakan pengetatan pengawasan dan pengendalian utang, sehingga utang publik dapat dialokasikan dengan baik.

- b. Untuk Pemerintah Malaysia, porsi utang pemerintah sebesar 50,9 % dari pendapatan negaranya. hal ini dapat menjadi pertimbangan pemerintah Malaysia untuk meningkatkan sektor pendapatan negaranya dengan cara lain selain utang publik untuk melindungi belanja sosial dan pembangunan, sehingga nantinya utang publik dapat menurun dan menstabilkan perekonomian Malaysia dari jalur konsolidasi fiskal.
 - c. Untuk Pemerintah Thailand, porsi utang publik terhadap pendapatan nasionalnya ialah 41,8%. Pemerintah sebaiknya melakukan upaya untuk menurunkannya. Sehingga nantinya dapat mengurangi beban anggaran pemerintahnya. Kebijakan *Bank of Thailand* juga harus diperhatikan atas monitoring lalu lintas devisa sehingga tidak menimbulkan kondisi yang membahayakan yang menyebabkan kenaikan pada utang publik.
 - d. Untuk Pemerintah Filipina, porsi utangnya terhadap pendapatan nasional sebesar 42,1 %, sehingga pemerintah Filipina perlu berhati-hati dalam strategi pengalokasiannya. Hal ini tercermin dari kebijakan umum tetap menjaga tingkat *Debt Service ratio* (DSR) dari tahun sebelumnya. Pertimbangan lain yang harus diperhatikan ialah proyek yang akan dibiayai oleh pemerintah Malaysia yang sudah dievaluasi, sehingga nantinya utang publik akan teralokasikan dengan baik.
2. Untuk mencari alternatif lain selain utang publik, pemerintah dapat menutupi anggaran belanjanya melalui penghematan dan investasi modal.
 3. Pemerintah dapat Menaikkan ekspor, sehingga devisa negara akan bertambah.
 4. Bank Sentral di ASEAN-4 dapat membuat kebijakan dalam penciptaan uang baru.

5. Bank Sentral di ASEAN-4 dapat membuat kebijakan dalam menstabilkan pasar uang.
 - b) Bagi masyarakat dapat meningkatkan konsumsinya agar membantu pemerintah dalam menurunkan utang publik.



DAFTAR PUSTAKA

- Adam k. 2011. *Government debt and optimal monetary and fiscal policy*. European Economic Review 55 (2011) 57–74.
- Afonso,A. dan João Tovar Jalles. 2017. *Sovereign debt composition and time-varying public finance sustainability*. North American Journal of Economics and Finance 42 (2017) 144–155.
- Aguiar M dan Manuel Amador. 2016. *Fiscal policy in debt constrained economies*. Journal of Economic Theory 161 (2016) 37–7.
- Arsic M, Aleksandra Nojkovic dan Sasa Randjelovic. 2016. *Determinants of discretionary fiscal policy in Central and Eastern Europe*. Economic Systems ECOSYS 609.
- Antelo N dan David Peón. 2014. *Fiscal consolidation and the sustainability of public debt in the GIPSI countries*. Cuadernos de Economía (2014) 37, 52-71
- Antonio Soares Martins Neto. A dan Gabriel Porcile. 2017. *Destabilizing austerity: fiscal policy in a BOP-Dominated Macrodynamics*. Structural Change and Economic Dynamics STRECO 669.
- Ascarya dan Diana Yumanita. 2004. *Utang Pemerintah dan Kestinambungan Fiskal*. Center for Central Banking Education and Studies, Bank Indonesia
- Barseghyan L dan Marco Battaglini. 2016. *Political economy of debt and growth*. Journal of Monetary Economics 82 (2016) 36–51.
- Ben Ali. T dan Zidi Ahmed. 2017. *Governance and public debt accumulation: Quantitative analysis in MENA countries*. Economic Analysis and Policy EAP 177.

- Berentsen A dan Christopher Waller. 2018. *Liquidity premiums on government debt and the fiscal theory of the price level*. Journal of Economic Dynamics & Control 000 (2018) 1–10
- Buso M, Frederic Marty dan Phuong Tra Tran. 2016. *Public-Private Partnerships from Budget Constraints: Looking for Debt Hiding?*. International Journal of Industrial Organization INDOR 2337.
- Camous. A, Andrew R. Gimber. 2018. *Public debt and fiscal policy traps*. Journal of Economic Dynamics & Control. DYNCON 3563.
- Cassimon D, Bjorn Van Campenhout, Marin Ferry dan Marc Raffinot. 2015. *Africa: Out of debt, into fiscal space? Dynamic Fiscal Impact of the Debt Relief Initiatives on African Heavily Indebted Poor Countries (HIPCs)*. International Economics: INTECO70.
- Castro G, Ricardo M. Félix, Paulo Júlio dan José R. Maria. 2015. *Unpleasant debt dynamics: Can fiscal consolidations raise debt ratios?*. Journal of Macroeconomics 44 (2015) 276–294.
- Charlotte Paret, A. 2017. *Debt sustainability in emerging market countries: Some policy guidelines from a fan-chart approach*. Economic Modelling 63 (2017) 26–45.
- Cooray A, Ratbek Dzhumashev dan Friedrich Schneider. 2016. How Does Corruption Affect Public Debt? An Empirical Analysis. World Development Vol. xx, pp. xxx–xxx, 2016 0305-750X/ 2016 Elsevier Ltd. All rights reserved.
- Çufadar A, Fatih Özatay 2016. *Sovereign risk, public debt, dollarization, and the output effects of fiscal austerity*. Journal of International Money and Finance. JIMF 1733.

- De Luca. R, Marco Di Mauro, Angelo Falzarano dan Adele Naddeo. 2017. *The effect of the behavior of an average consumer on the public debt dynamics*. Physica A PHYSA 18201.
- D. Hansen. G dan Selahattin Imrohorglu. 2015. *Fiscal reform and government debt in Japan: A neoclassical perspective*. Review of Economic Dynamics YREDY 724.
- D'Erasmus. P, Enrique G. Mendoza dan Jing Zhang. 2015. *What is a Sustainable public debt? Nber working paper series. National Bureau of economic research*. 1050 Massachusetts Avenue.
- Dufrénot. G, Fredj Jawadi, dan Guillaume A. Khayat. 2018. *A Model of fiscal Dominance under the 'reinhart Conjecture'*. Journal of Economic Dynamics & Control. DYNCON 3552.
- Elizaveta Lukmanova, Gabriele Tondl. 2017. *Macroeconomic imbalances and business cycle synchronization. Why common economic governance is imperative for the Eurozone*. Economic Modelling 62 (2017) 130–144.
- Eusepi S dan Bruce Preston. 2011. *Learning the fiscal theory of the price level: Some consequences of debt-management policy*. J. Japanese Int. Economies 25 (2011) 358–379.
- Fernandez Milan, B dan Felix Creutzig. 2016. *Municipal policies accelerated urban sprawl and public debts in Spain* Land Use Policy 54 (2016) 103–115
- Freund. s, Saira Latif dan Hieu V. Phan. 2017. *Executive compensation and corporate financing policies: Evidence from CEO inside debt*. Journal of Corporate Finance CORFIN 1276
- Georgios Xyngis. 2017. *Business-cycle variation in macroeconomic uncertainty and the cross-section of expected returns: Evidence for scale-dependent risks*. Journal of Empirical Finance EMPFIN 981.

- Grechyna, D. 2016. *Political frictions and public policy outcomes* . Journal of Comparative Economics 000 (2016) 1–12.
- Grobéty M. 2018. *Government Debt and Growth: The Role of Liquidity*. Journal of International Money and Finance. JIMF 1875.
- Guerguil M. Pierre mandon dan Rene tapsoba. 2017. *Lexible Fiscal Rules and Countercyclical Fiscal Policy*. Journal off Econometrics JMACRO 2942.
- Harsono. A.S. 2010. *Pengaruh current account terhadap obligasi pemerintah*. Universitas Indonesia.
- Hauner D. 2009. *Public debt and financial development*. Journal of Development Economics 88. 171–183.
- Heinemann.. F, Eckhard Janeba, Christoph Schröder dan Frank Streif. 2016. *Fiscal rules and compliance expectations – Evidence for the German debt brake*. Journal of Public Economics 142 (2016) 11–23.
- Heylen, F. Annelies Hoebeeck dan Tim Buyse. 2017. *Government efficiency, institutions, and the effects of fiscal consolidation on public debt*. European Journal of Political Economy.
- Iqbal. M. 2015. *Regresi data panel (2) tahap analisis*. Perbanas Institut
- Jackson.L.E, Michael T. Owyang, Sarah Zubairy. 2018. *Debt and stabilization policy: Evidence from a Euro Area FAVAR*. Journal of Economic Dynamics & Control 000 (2018) 1–25.
- Khurshid M. Kiani. 2016. *On business cycle fluctuations in USA macroeconomic time series*. Economic Modelling 53 (2016) 179–186.
- Kühl Teles. v, Caio Cesar Mussolini. 2013. *Public debt and the limits of fiscal policy to increase economic growth*. European Economic Review. EER2531.

- Malou Petersson A dan Jan Lundberg. 2016. *Applying action design research (ADR) to develop concept generation and selection methods*. Peer-review under responsibility of the organizing committee of the 26th CIRP Design Conference.
- Marco A.F.H. Cavalcanti, Luciano Vereda, Rebeca de B. Doctors, Felipe C. Lima, dan Lucas Maynard. 2018. *The macroeconomic effects of monetary policy shocks under fiscal rules constrained by public debt sustainability*. Economic Modelling xxx (2017) 1–18.
- Mulawan.F. *hubungan Inflasi,, Suku Bunga dan surat Utang negara di Indonesia*. Jurnal Ilmiah Universitas brawijaya Malang.
- Neaime, S. 2014. *Twin deficits and the sustainability of public debt and exchange rate policies in Lebanon*. Research in International Business and Finance RIBAF 325
- Niemann. S, Paul Pichler dan Gerhard Sorger. 2013. *Public debt, discretionary policy, and inflation persistence*. Journal of Economic Dynamics & Control 37 (2013) 1097–1109.
- Nishimura. K, Thomas Seegmuller dan Alain Venditt, 2014. *Fiscal policy, debt constraint and expectations-driven volatility*. Journal of Mathematical Economics. MATECO.
- Muklis.I. 2009. *Dampak Integrasi Ekonomi ASEAN terhadap Permintaan Industri Manufaktur Indonesia*. Universitas Negri Malang. JESP Vol. 1, No. 2, 2009.
- Philippoulos. A, Petros Varthalitis, dan vanghelis Vassilato. 2017. *Fiscal Consolidation and its cross-country effects*. Journal of Economic Dynamics & Control. DYNCON 34458.

- Pujianti A. 2007. *Analisis pertumbuhan ekonomi di Keresidenan semarang era desentralisasi Fiskal*. Jurnal ekonomi Pembangunan.hal 61-70.
- Siagian.V. 2018. *Analisa Sumber-sumber pertumbuhan Ekonomi Filipina periode 1994-2003*. Universitas trisakti, Jakarta.
- Simon Neaime. A dan Isabelle Gaysset. 2016. *Sustainability of Macroeconomic Policies in Selected MENA Countries: Post Financial and Debt Crises*. Research in International Business and Finance RIBAF 602
- Rieth. M, 2017. *Capital taxation and government debt policy with public discounting*. Journal of Economic Dynamics & Control 85 (2017) 1–20.
- Ridwan. 2018. *Dampak Integrasi Ekonomi terhadap Investasi di kawasan ASEAN: Analisis Model Gravitasi*. Universitas hasanudin.
- Taurif R. M. et.al. 2014. *Estimation of Generalized Methodhe of moment in logistic regression model*. Prosiding Seminar Nasional Matematika, Universitas Jember, 19 November 2014.
- Tran N. 2017. *Debt Threshold for Fiscal Sustainability Assessment in Emerging economies*. Journal of Policy Modeling JPO 6411.
- Warjiyo P dan Dody zulverdi. 1998. *Penggunaan suku bunga sebagai sasaran operasional kebijakan moneter di Indonesia*. Bagian Analisis dan Perencanaan Kebijakan, UREM-BI.
- Warjiyo P dan solikin. 2003. *Kebijakan moneter di Indonesia*. Seri kebankentralan Bank Indonesia no.6.
- William Miles. 2017. *Has There Actually Been a Sustained Increase in the Synchronization of House Price (and Business) Cycles across Countries?*. Journal of Housing Economics. YJHEC 1536.

Wicaksana I.G.W. 2018. *Tantangan Geoekonomi Global dan Prospek Integrasi Ekonomi ASEAN*. Universitas Airlangga.

Zubaidi Baharumshah Siew, A dan Voon Soon Evan. 2016. *Fiscal sustainability in an emerging market economy: When does public debt turn bad?*. Journal of Policy Modeling JPO6324.

Referensi website:

Artikel. 2018. *Kecepatan pertumbuhan hutang*. Di politik.rmol.com

Artikel. 2016. *Belajar dari Argentina dan Kemundurannya Yang mengejutkan Dunia*.
www.goodnewsfromindonesia.id.

Artikel.2017. *PDB Thailand melonjak*. Internasional.kontan.co.id.

Artikel. 2013. *Thailand menurunkan target pertumbuhan ekonomi*.
industri.kontan.co.id.

Artikel. *Ekonomi Malaysia:semakin mendekati status pendapatan tinggi*.
www.imf.org.

Artikel. 2018. *Utang dan pertumbuhan ekonomi*. www.validnews.com.

Artikel. 2018. *Lampaui Indonesia,, Pertumbuhan ekonomi Malaysia melaju mantap*.
www.cnbnewsindonesia.com.

Artikel. 2018. *Analisa Ekonomi: membandingkan utang Malaysia dan Indonesia*.
Ekonomi.metronews.com.

Artikel. 2018. *Bangun Infrastruktur, utang luar negeri Indonesia*.
Ekonomi.kompas.com.

Artikel.2018. *Kecepatan pertumbuhan uang*. Politik.rmol.com.

Artikel. 2017. *Rasio bunga utang 2018 lebih rendah dari malaysia*.
Nasional.kontan.co.id.

Artikel.2018. *Pertumbuhan ekonomi RI dibawah Filipina dan Vietnam.*
www.cnbniindonesia.com.

Artikel. 2017. *Bank Dunia: Pertumbuhan Ekonomi Asia tenggara Pesat Pada 2017.*
Ekonomi.kompas.com.

Artikel. 2017. *Laporan Perkembangan Perekonomian Bulan September 2017.*
BPSIndonesia

As.Atmajaya. 2018. *Utang luar negri pemerintah Indonesia.* Media.neliti.com.

Aisan Development Bank di: www.adb.org

Bank Indonesia di: [www. Bi.go.id](http://www.bi.go.id)

E. Umiyati. 2018. *Pengaruh hutang terhadap pertumbuhan ekonomi.* www.neliti.com

Landasan teori di: <http://www.landasanteori.com>.

Ningrum.RM. 2018. *Bab 1.* Eprins.ums.ac.id.

Pengertian dan teori di : <https://ardra.biz>

Pengertian dan teori di : <https://id.wikipedia.org>

Siagian. V. 2018. *Analisa sumber-sumber pertumbuhan ekonomifilipina.*
Media.neliti.com.

Teori di: <https://www.statistikian.com>.

WorldBank di:[www. Worldbank.org](http://www.Worldbank.org)

LAMPIRAN

A. Data Utang publik di ASEAN-4

POSISI OBLIGASI PEMERINTAH MENURUT
ASIA BOND MONITOR (Maret 2018)

Negara	Total Top 31 LCY Corporate Issuers		Total LCY Corporate Bonds		Top 30 as % of Total LCY Corporate Bonds	
	Domestic Currency (billion)	USD billion	Domestic Currency (billion)	USD billion	Domestic Currency (billion)	USD billion
vietnam	62,402	2.74				
Thailand	1,724.40	52.9	3,083.10	94.6	55.90%	55.90%
Singapore	68.57	51.33	141.01	105.55	48.60%	48.60%
Philippines	958.6	19.3	1,019.70	20.6	94.00%	94.00%
malaysia	347.3	347.3	613.3	613.3	56.60%	56.60%
Indonesia	274,911	20.28	387,330	28.57	71.00%	71.00%
peringkat negara						
posisi obligasi pemerintah	peringkat 1	Thailand	peringkat 1	Thailand	peringkat 1	philippines
	peringkat 2	Philippines	peringkat 2	Philippines	peringkat 2	Indonesia
	peringkat 3	malaysia	peringkat 3	Malaysia	peringkat 3	malaysia
	peringkat 4	Indonesia	peringkat 4	Indonesia	peringkat 4	Thailand

Sumber: www.adb.org

B. Data Indonesia

tahun	obligasi pemerintah	GDP	suku bunga	Inflasi
1987	86327000.00	4.93	9.28	9.28
1988	89301000.00	5.78	8.04	8.04
1989	72377000.00	7.46	6.42	6.42
1990	62257000.00	7.24	7.81	7.81
1991	49609000.00	6.91	9.42	9.42
1992	37744000.00	6.50	7.53	7.53
1993	27538000.00	6.50	9.69	9.69
1994	5243000.00	7.54	8.52	8.52
1995	6053000.00	8.22	9.43	9.43
1996	75899000.00	7.82	7.97	7.97
1997	130028000.00	4.70	6.23	6.23
1998	107183000.00	-13.13	58.39	58.39
1999	132891000.00	0.79	20.49	20.49
2000	71541000.00	4.92	3.72	3.72
2001	71211000.00	3.64	11.50	11.50
2002	32304000.00	4.50	11.88	11.88
2003	63333000.00	4.78	6.59	6.59
2004	126086000.00	5.03	6.24	6.24
2005	159274000.00	5.69	10.45	10.45
2006	96826000.00	5.50	13.11	13.11
2007	331305000.00	6.35	6.41	6.41
2008	438960000.00	6.01	9.78	9.78
2009	837311000.00	4.63	4.81	4.81
2010	1225195000.00	6.22	5.13	5.13
2011	1655231000.00	6.17	5.36	5.36
2012	1811035000.00	6.03	4.28	4.28
2013	2549089000.00	5.56	6.41	6.41
2014	2947829000.00	5.01	6.39	6.39
2015	4107223000.00	4.88	6.36	6.36
2016	4630612000.00	5.02	3.53	3.53

Sumber: www.worldbank.org

C. Data Malaysia

tahun	obligasi pemerintah	GDP	suku bunga	Inflasi
1987	171099000.00	5.39	2.70	0.29
1988	359934000.00	9.94	5.48	2.56
1989	417972000.00	9.06	4.24	2.81
1990	9.95	9.01	4.80	2.62
1991	190150000.00	9.55	5.56	4.36
1992	9.95	8.89	7.56	4.77
1993	951067000.00	9.89	5.81	3.54
1994	1060000000.00	9.21	4.64	3.72
1995	2100000000.00	9.83	4.92	3.45
1996	2252378000.00	10.00	6.04	3.49
1997	745621000.00	7.32	6.91	2.66
1998	9.96	-7.36	3.35	5.27
1999	1009948000.00	6.14	8.51	2.74
2000	1061052000.00	8.86	-1.09	1.53
2001	1700000000.00	0.52	8.85	1.42
2002	3838314000.00	5.39	3.30	1.81
2003	4000032000.00	5.79	2.91	0.99
2004	4914532000.00	6.78	0.03	1.52
2005	5163698000.00	5.33	-2.67	2.96
2006	5689815000.00	5.58	2.41	3.61
2007	5237626000.00	9.43	4.44	2.03
2008	4565574000.00	3.32	-5.29	5.44
2009	8815307000.00	-2.53	10.63	0.58
2010	2338650000.00	6.98	-2.52	1.71
2011	2892302000.00	5.29	-0.47	3.20
2012	8032889000.00	5.47	3.75	1.65
2013	6834368000.00	4.69	4.43	2.10
2014	4398158000.00	6.01	2.07	3.17
2015	13481385000.00	5.03	4.98	2.08
2016	3312134000.00	4.22	2.54	2.13

Sumber: www.Worldbank.org

D. Data Thailand

tahun	obligasi pemerintah	GDP	suku bunga	Inflasi
1987	684300000.00	9.52	6.51	2.47
1988	671568000.00	13.29	5.35	3.86
1989	736873000.00	12.19	5.78	5.36
1990	738114000.00	11.17	8.17	5.86
1991	623875000.00	8.56	9.12	5.71
1992	880301000.00	8.08	7.35	4.14
1993	988441000.00	8.25	4.39	3.31
1994	1681770000.00	8.00	5.95	5.05
1995	1573912000.00	8.12	7.10	5.82
1996	1967068000.00	5.65	8.93	5.81
1997	2766130000.00	-2.75	8.83	5.63
1998	3034797000.00	-7.63	5.88	7.99
1999	2839742000.00	4.57	11.86	0.28
2000	2629919000.00	4.46	6.42	1.59
2001	2398701000.00	3.44	6784.70	1.63
2002	2142379000.00	6.15	6701.32	0.70
2003	2308012000.00	7.19	-2686.02	1.80
2004	3157072000.00	6.29	0.95	2.76
2005	3836234000.00	4.19	-0.35	4.54
2006	2646180000.00	4.97	1.11	4.64
2007	1875088000.00	5.44	3.49	2.24
2008	2303542000.00	1.73	0.65	5.47
2009	3073542000.00	-0.69	4.57	-0.85
2010	8003542000.00	7.51	0.24	3.25
2011	12893542000.00	0.84	1.28	3.81
2012	19693542000.00	7.24	3.22	3.02
2013	19653542000.00	2.73	3.22	2.18
2014	19553542000.00	0.91	3.64	1.90
2015	17000000000.00	2.94	4.11	-0.90
2016	17684921000.00	3.24	2.64	0.19

www.worldbank.org

E. Data Filipina

tahun	obligasi pemerintah	GDP	suku bunga	Inflasi
1987	900000000.00	4.31	5.43	4.07
1988	1000000000.00	6.75	5.72	13.86
1989	1100000000.00	6.21	9.39	12.24
1990	575141000.00	3.04	9.87	12.18
1991	204691000.00	-0.58	5.62	19.26
1992	1400000000.00	0.34	10.70	8.65
1993	765000000.00	2.12	7.35	6.72
1994	349876000.00	4.39	4.61	10.39
1995	278356000.00	4.68	6.63	6.83
1996	1617961000.00	5.85	6.67	7.48
1997	865544000.00	5.19	9.46	5.59
1998	800000000.00	-0.58	-4.58	9.23
1999	4549679000.00	3.08	4.87	5.94
2000	2630039000.00	4.41	4.92	3.98
2001	1643193000.00	2.89	6.49	5.35
2002	2810937000.00	3.65	4.78	2.72
2003	2479396000.00	4.97	6.08	2.29
2004	4404850000.00	6.70	4.32	4.83
2005	2383641000.00	4.78	4.12	6.52
2006	5755579000.00	5.24	4.60	5.49
2007	1048150000.00	6.62	5.43	2.90
2008	576146000.00	4.15	1.12	8.26
2009	5510308000.00	1.15	5.64	4.22
2010	6680446000.00	7.63	3.31	3.79
2011	3120734000.00	3.66	2.54	4.65
2012	2241398000.00	6.68	3.64	3.17
2013	3500000000.00	7.06	3.65	3.00
2014	1500000000.00	6.15	2.30	4.10
2015	4249906000.00	6.07	6.20	1.43
2016	3800000000.00	6.92	3.92	1.77

Sumber: www.worldbank.org

F. Uji Chow

Estimation Command:

```
=====
LS(?) OP C GDP IR INF
```

Estimation Equation:

```
=====
OP = C(1) + C(2)*GDP + C(3)*IR + C(4)*INF
```

Substituted Coefficients:

```
=====
OP = 6805944221.91 - 414912683.938*GDP - 273163.005292*IR -
315295929.546*INF
```

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: OP

Method: Panel Least Squares

Date: 05/30/18 Time: 18:13

Sample: 1987 2016

Periods included: 30

Cross-sections included: 4

Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.13E+09	8.60E+08	7.130550	0.0000
GDP	-3.67E+08	1.03E+08	-3.551660	0.0006
INF	-455798.5	370289.8	-1.230924	0.2209
IR	-2.34E+08	69261908	-3.381313	0.0010

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.276330	Mean dependent var	2.89E+09
Adjusted R-squared	0.237905	S.D. dependent var	4.11E+09
S.E. of regression	3.59E+09	Akaike info criterion	46.89467
Sum squared resid	1.45E+21	Schwarz criterion	47.05727

Log likelihood	-2806.680	Hannan-Quinn criter.	46.96070
F-statistic	7.191421	Durbin-Watson stat	0.541967
Prob(F-statistic)	0.000002		

G. Uji LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided

(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	5.294435 (0.0214)	3.832645 (0.0503)	9.127080 (0.0025)
Honda	2.300964 (0.0107)	1.957714 (0.0251)	3.011340 (0.0013)
King-Wu	2.300964 (0.0107)	1.957714 (0.0251)	2.789878 (0.0026)
Standardized Honda	3.347713 (0.0004)	2.178034 (0.0147)	-0.857633 --
Standardized King-Wu	3.347713 (0.0004)	2.178034 (0.0147)	0.631663 (0.2638)
Gourierioux, et al.*	--	--	9.127080 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

H. Uji hausman

Estimation Command:

=====
 LS(?) OP C GDP IR INF

Estimation Equation:

=====
 OP = C(1) + C(2)*GDP + C(3)*IR + C(4)*INF

Substituted Coefficients:

=====
 OP = 6805944221.91 - 414912683.938*GDP - 273163.005292*IR -
 315295929.546*INF

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.578742	3	0.0056

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
	-	-		
GDP	367441952 .468392	414912683. 938057	443378340 679994.00	0.0242
INF	455798.45 1267	273163.005 292	340824635 2.437576	0.0018
IR	234196181 .195621	315295929. 546358	107250696 4521371.6	0.0133

I. Hasil OLS

Dependent Variable: OP

Method: Panel Least Squares

Date: 05/05/18 Time: 17:05

Sample: 1987 2016

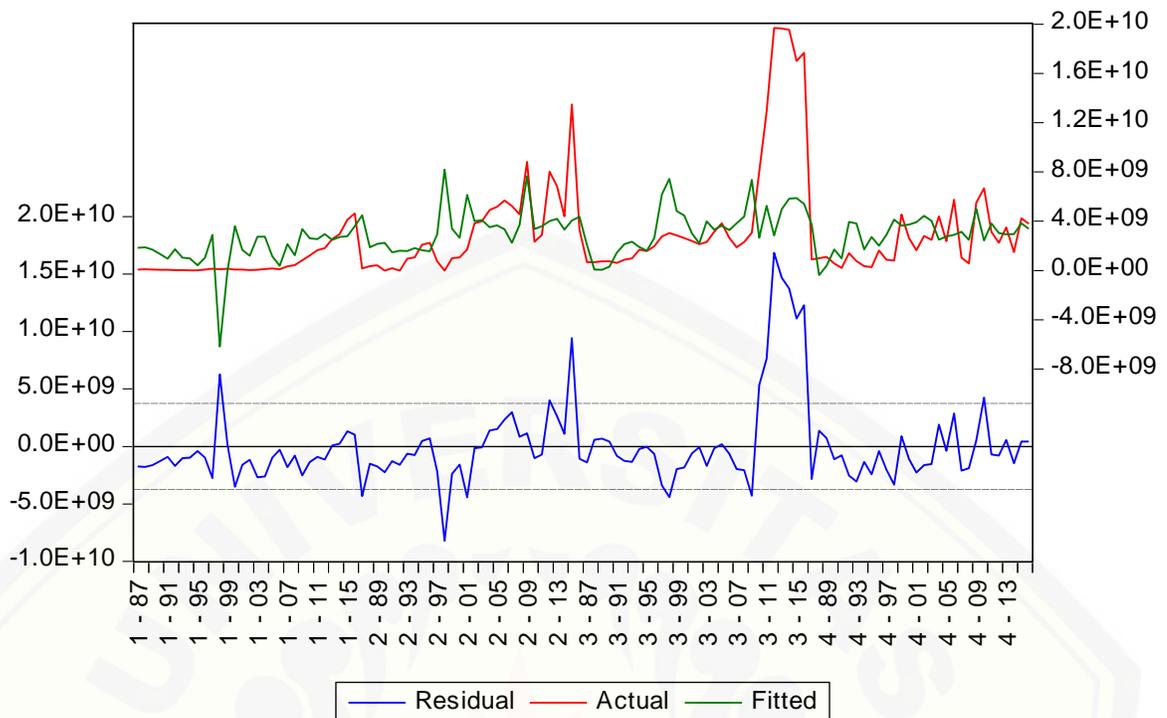
Periods included: 30

Cross-sections included: 4

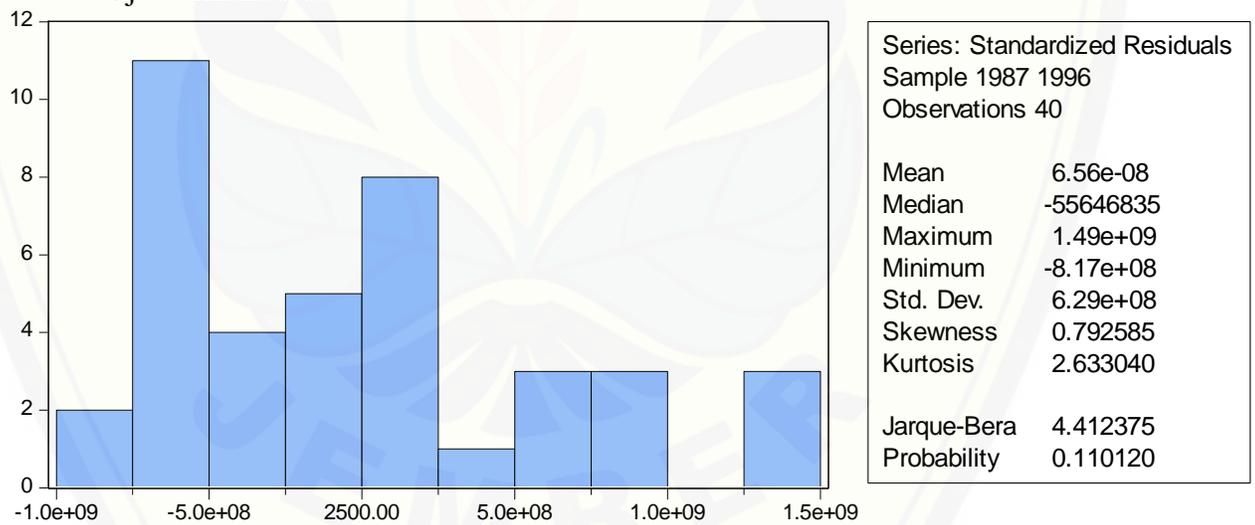
Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.81E+09	8.48E+08	8.025207	0.0000
GDP	-4.15E+08	1.05E+08	-3.936926	0.0001
IR	-273163.0	380456.5	-0.717988	0.4742
INF	-3.15E+08	63500188	-4.965276	0.0000
R-squared	0.195774	Mean dependent var	2.89E+09	
Adjusted R-squared	0.174975	S.D. dependent var	4.11E+09	
S.E. of regression	3.73E+09	Akaike info criterion	46.95021	
Sum squared resid	1.61E+21	Schwarz criterion	47.04313	
Log likelihood	-2813.013	Hannan-Quinn criter.	46.98795	
F-statistic	9.412674	Durbin-Watson stat	0.567885	
Prob(F-statistic)	0.000013			

J. Uji Heteroskedastisitas dengan residual grap



K. Uji Normalitas data



L. Hasil estimasi GMM panel

Dependent Variable: OP
 Method: Panel Generalized Method of Moments
 Date: 05/05/18 Time: 18:14
 Sample: 1987 2016
 Periods included: 30
 Cross-sections included: 4

Total panel (balanced) observations: 120

2SLS instrument weighting matrix

Instrument specification: OP C GDP IR INF

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.81E+09	8.48E+08	8.025207	0.0000
GDP	-4.15E+08	1.05E+08	-3.936926	0.0001
IR	-273163.0	380456.5	-0.717988	0.4742
INF	-3.15E+08	63500188	-4.965276	0.0000
R-squared	0.195774	Mean dependent var	2.89E+09	
Adjusted R-squared	0.174975	S.D. dependent var	4.11E+09	
S.E. of regression	3.73E+09	Sum squared resid	1.61E+21	
Durbin-Watson stat	0.567885	J-statistic	116.0000	
Instrument rank	5			