

Bilateral Debt Switching dalam Pengelolaan Risiko Refinancing Utang Pemerintah Indonesia

Christine Agapeni Bangun¹, Muhammad Afwandi, Gilang Wahyu Wicaksono³, Dewinta Iga Wardani⁴, Zalfa Ayeisha Syahniar⁵

¹⁻⁵ Department of Public Sector Accounting, Politeknik Keuangan Negara STAN, Bintaro Jaya, South Tangerang 15222, Indonesia

Info Artikel

Article history:

Received Sep, 2026

Revised Sep, 2026

Accepted Sep, 2026

Kata Kunci:

Bilateral Debt Switching,
Pengelolaan Utang Pemerintah,
Risiko Refinancing,
Keberlanjutan Fiskal, Indonesia

Keywords:

Bilateral Debt Switching, Public
Debt Management, Refinancing
Risk, Fiscal Sustainability,
Indonesia

ABSTRAK

Peningkatan kebutuhan pembiayaan pemerintah Indonesia menyebabkan pengelolaan utang menjadi aspek penting dalam menjaga keberlanjutan fiskal. Tantangan utama dalam pengelolaan utang tidak hanya berkaitan dengan besarnya jumlah utang, tetapi juga kemampuan pemerintah dalam mengendalikan risiko portofolio, khususnya risiko pembiayaan kembali (refinancing risk) akibat konsentrasi jatuh tempo Surat Berharga Negara (SBN). Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peran bilateral debt switching sebagai strategi pengelolaan risiko refinancing utang pemerintah Indonesia serta kaitannya dengan keberlanjutan fiskal. Penelitian ini menggunakan metode kajian literatur (literature review) dengan pendekatan deskriptif kualitatif melalui analisis isi (content analysis) terhadap berbagai sumber berupa artikel ilmiah, laporan pemerintah, dan publikasi lembaga internasional yang relevan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa bilateral debt switching merupakan instrumen liability management yang dapat membantu memperbaiki struktur jatuh tempo utang dan mengurangi tekanan pembiayaan kembali tanpa mengurangi nilai nominal utang secara langsung. Kebaruan penelitian ini terletak pada analisis integratif mengenai hubungan antara bilateral debt switching, risiko portofolio utang, dan kesinambungan fiskal Indonesia. Penelitian ini memberikan implikasi bahwa strategi pengelolaan utang perlu diarahkan pada pendekatan berbasis risiko portofolio dengan tetap menjaga transparansi, kredibilitas kebijakan fiskal, dan koordinasi antara pemerintah serta Bank Indonesia.

ABSTRACT

The increasing financing needs of the Indonesian government have made debt management an important aspect in maintaining fiscal sustainability. The main challenge in public debt management is not only related to the amount of debt, but also the ability of the government to manage portfolio risks, particularly refinancing risk arising from debt maturity concentration. This study aims to analyze the role of bilateral debt switching as a strategy for managing refinancing risk in Indonesian government debt and its relationship with fiscal sustainability. This research employs a literature review method using a qualitative descriptive approach. Data were collected from relevant scientific articles, government reports, and international institutional publications, which were analyzed using content analysis techniques through comparison, classification, and interpretation of previous research findings. The results indicate that bilateral debt

switching serves as a liability management instrument that can improve debt maturity structures and reduce refinancing pressure without directly decreasing the nominal amount of government debt. The novelty of this research lies in integrating the analysis of bilateral debt switching, debt portfolio risk management, and fiscal sustainability within the Indonesian context. This study implies that government debt management should adopt a risk-based portfolio approach supported by transparency, policy credibility, and effective coordination between fiscal and monetary authorities.

This is an open access article under the [CC BY-SA](#) license.



Corresponding Author:

Name:
Institution:
Email:

1. PENDAHULUAN

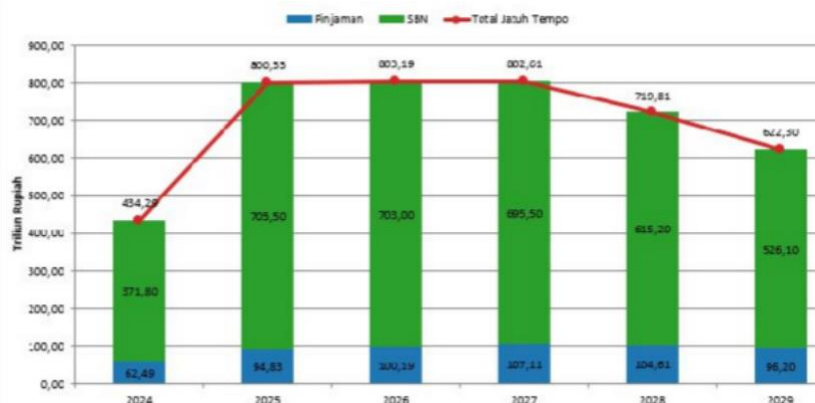
Dalam periode pemerintahan baru tahun 2026, pemerintah Indonesia menghadapi tantangan dalam menjaga keseimbangan antara kebutuhan pembiayaan pembangunan dan keberlanjutan fiskal. Pelaksanaan berbagai program prioritas nasional membutuhkan dukungan pembiayaan yang besar sehingga pemerintah perlu memastikan kapasitas APBN tetap mampu mendukung pembangunan tanpa meningkatkan tekanan fiskal. APBN 2026 sebagai instrumen utama kebijakan fiskal pemerintahan diarahkan untuk mendukung agenda pembangunan nasional dengan tetap menjaga pengelolaan fiskal yang hati-hati dan berkelanjutan (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2025). Sejalan dengan meningkatnya kebutuhan pembiayaan tersebut, Menteri Keuangan Purbaya Yudhi Sadewa bersama Kementerian Keuangan memiliki peran strategis dalam mengelola pembiayaan negara, termasuk mengendalikan risiko biaya dan risiko portofolio utang melalui strategi pengelolaan utang yang berkelanjutan melalui pengendalian biaya dan risiko fiskal (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2026). Peningkatan kebutuhan pembiayaan pemerintah tidak hanya berdampak pada jumlah utang, tetapi juga meningkatkan beban fiskal melalui pembayaran bunga, risiko jatuh tempo, serta kebutuhan menjaga kepercayaan pasar terhadap kondisi keuangan negara.

Salah satu konsekuensi dari meningkatnya risiko refinancing adalah perlunya strategi liability management yang tidak hanya berorientasi pada pembiayaan jangka pendek, tetapi juga optimalisasi struktur jatuh tempo utang. Sebagai bagian dari strategi pengelolaan utang, pemerintah melalui Kementerian Keuangan bersama Bank Indonesia melakukan berbagai kebijakan pengelolaan portofolio utang, salah satunya melalui *bilateral debt switching* terhadap Surat Berharga Negara (SBN). Kebijakan ini dilakukan melalui pertukaran SBN yang dimiliki Bank Indonesia dengan SBN baru untuk mengatur struktur jatuh tempo utang dan menjaga stabilitas pasar keuangan. Pelaksanaan *bilateral debt switching* menjadi bagian dari koordinasi kebijakan fiskal dan moneter yang bertujuan mengurangi tekanan pembayaran utang pada periode tertentu dengan tetap memperhatikan prinsip transparansi, akuntabilitas, dan mekanisme pasar. Kebijakan tersebut menunjukkan bahwa tantangan pengelolaan utang tidak hanya berkaitan dengan besarnya utang, tetapi juga bagaimana pemerintah mengoptimalkan struktur portofolio utang untuk mengurangi risiko fiskal. Menurut Papaioannou (2011), pengelolaan portofolio utang pemerintah perlu memperhatikan risiko pasar, risiko *refinancing*, risiko likuiditas, dan risiko kredit karena struktur utang yang tidak dikelola secara optimal dapat meningkatkan kerentanan fiskal. Sejalan dengan hal tersebut, Leonardo dan Thomas (2024) menjelaskan bahwa utang diperlukan untuk memenuhi

kebutuhan pembiayaan defisit anggaran, tetapi peningkatan utang tanpa strategi pengelolaan yang efektif dapat meningkatkan beban fiskal dan risiko keberlanjutan utang pemerintah.

Berdasarkan laporan IMF, rasio utang publik global meningkat signifikan setelah pandemi COVID 19 akibat peningkatan kebutuhan stimulus fiskal. Tekanan ekonomi global dan pandemi mendorong banyak pemerintah menerapkan kebijakan fiskal ekspansif melalui peningkatan belanja publik dan stimulus ekonomi. Kondisi tersebut menyebabkan peningkatan kebutuhan pembiayaan melalui utang yang kemudian menimbulkan tantangan terhadap kemampuan pemerintah dalam menjaga keberlanjutan fiskal, terutama melalui peningkatan beban pembayaran bunga dan kewajiban utang jangka panjang.

Indonesia juga mengalami peningkatan utang pemerintah setelah pandemi COVID 19 akibat kebijakan fiskal ekspansif untuk mendukung pemulihan ekonomi nasional. Peningkatan belanja pemerintah untuk penanganan pandemi dan pembangunan nasional menyebabkan kebutuhan pembiayaan meningkat. Berdasarkan penelitian Kusuma dkk. (2025), peningkatan utang pemerintah Indonesia periode 2014 sampai 2023 berkaitan dengan kebutuhan pembiayaan pembangunan infrastruktur dan penanganan dampak pandemi. Meskipun kebijakan tersebut membantu menjaga stabilitas ekonomi, peningkatan utang tetap menjadi perhatian dalam menjaga keseimbangan fiskal jangka panjang. Rusdiyantoro dan Simanjuntak (2022) menjelaskan bahwa pandemi COVID 19 memberikan tekanan terhadap kondisi fiskal Indonesia sehingga diperlukan strategi pengelolaan utang yang mampu menjaga keseimbangan antara kebutuhan pembiayaan pembangunan dan kemampuan pemerintah dalam memenuhi kewajibannya.



Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR)

Gambar 1. Profil Jatuh Tempo Utang Pemerintah Pusat Berdasarkan Komponen Pinjaman dan Surat Berharga Negara (SBN) Tahun 2024–2029

Berdasarkan profil jatuh tempo utang pemerintah pusat tersebut, terlihat bahwa kewajiban pembayaran utang mengalami peningkatan pada periode 2025 sampai 2027 dengan nilai sekitar Rp700 triliun per tahun, yang sebagian besar berasal dari instrumen Surat Berharga Negara (SBN). Kondisi ini menunjukkan bahwa pengelolaan utang pemerintah tidak hanya berkaitan dengan jumlah utang yang dimiliki, tetapi juga kemampuan pemerintah dalam mengatur struktur jatuh tempo agar risiko pembiayaan kembali (*refinancing risk*) dapat dikendalikan. Struktur jatuh tempo tersebut menjadi salah satu aspek penting dalam menilai kemampuan pemerintah menjaga kesinambungan fiskal, karena peningkatan kewajiban pembayaran utang perlu diimbangi dengan kapasitas fiskal yang memadai untuk memenuhi kewajiban tersebut tanpa mengurangi ruang pemerintah dalam menjalankan fungsi pembangunan.

Perkembangan rasio utang pemerintah terhadap PDB menunjukkan bahwa peningkatan utang mengalami kenaikan terutama pada periode pandemi COVID 19. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa utang memiliki peran penting sebagai instrumen kebijakan fiskal dalam menghadapi tekanan ekonomi. Namun, peningkatan utang perlu diikuti dengan strategi

pengelolaan yang efektif agar tidak mengurangi ruang fiskal pemerintah di masa mendatang. Peningkatan utang pemerintah tidak hanya berkaitan dengan besarnya kewajiban negara, tetapi juga kemampuan pemerintah dalam menjaga kesinambungan fiskal atau *fiscal sustainability*. Konsep tersebut menggambarkan kemampuan pemerintah dalam memenuhi kewajiban keuangan tanpa menimbulkan tekanan fiskal yang mengganggu stabilitas ekonomi. Salah satu indikator penting dalam melihat kondisi tersebut adalah hubungan antara utang pemerintah dan keseimbangan primer karena mencerminkan kemampuan pemerintah dalam mengelola beban utang melalui kebijakan fiskal. Menurut Solikin dan Choirunnisah (2019), pemerintah Indonesia masih mampu merespons peningkatan utang melalui perbaikan keseimbangan primer sehingga kondisi fiskal tetap berada dalam jalur yang berkelanjutan. Namun, kesinambungan fiskal masih menghadapi tantangan akibat respons kebijakan fiskal yang tidak selalu simetris terhadap perubahan kondisi ekonomi (Ikhsan dan Virananda, 2021). Selain memengaruhi kesinambungan fiskal, peningkatan utang pemerintah juga menimbulkan berbagai risiko, seperti risiko pembiayaan kembali (*refinancing risk*), perubahan tingkat bunga, nilai tukar, dan gagal bayar. Risiko tersebut tidak hanya dipengaruhi oleh jumlah utang, tetapi juga struktur portofolio utang, terutama komposisi instrumen dan profil jatuh tempo. Keterbatasan informasi antara pemerintah dan investor juga dapat memengaruhi keputusan mengenai struktur jatuh tempo utang (Perez, 2017).

Kompleksitas pengelolaan utang menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak hanya dinilai dari jumlah kewajiban, tetapi juga kualitas struktur portofolionya. Pengelolaan utang yang efektif mencakup pengaturan jatuh tempo, komposisi instrumen pembiayaan, biaya utang, serta pengendalian risiko. Menurut Dwiputrianti dkk. (2025), kelembagaan pengelolaan utang seperti *Debt Management Units* berperan penting dalam meningkatkan koordinasi strategi dan pengendalian risiko utang pemerintah. Selain itu, keputusan mengenai struktur jatuh tempo utang memiliki pengaruh terhadap risiko gagal bayar dan biaya pembiayaan pemerintah (Aguiar dkk., 2019). Oleh karena itu, strategi pengelolaan utang diperlukan untuk menjaga keseimbangan antara kebutuhan pembiayaan pembangunan dan keberlanjutan fiskal.

Meskipun kajian mengenai utang pemerintah dan keberlanjutan fiskal telah banyak dilakukan, masih terdapat beberapa aspek yang perlu dikaji lebih mendalam. Sebagian penelitian masih berfokus pada rasio utang terhadap PDB sebagai indikator utama keberlanjutan fiskal, sementara aspek risiko portofolio utang, struktur jatuh tempo, serta hubungan utang dengan variabel makroekonomi belum banyak dianalisis secara bersamaan. Leonardo dan Thomas (2024) memasukkan variabel makroekonomi dalam analisis keberlanjutan fiskal untuk melihat pengaruh perubahan ekonomi terhadap kemampuan pemerintah dalam mengelola utang. Selain itu, pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar memiliki keterkaitan dengan risiko fiskal karena dapat memengaruhi kapasitas pembayaran utang pemerintah (David dkk., 2026). Cahyadin dkk. (2023) juga menunjukkan bahwa terdapat batas tertentu rasio utang yang perlu diperhatikan agar kondisi fiskal tetap berkelanjutan. Oleh karena itu, diperlukan penelitian yang menganalisis pengelolaan utang secara lebih komprehensif dengan mempertimbangkan aspek jumlah utang, risiko pengelolaan, dan faktor ekonomi yang memengaruhi keberlanjutan fiskal.

Berdasarkan permasalahan tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peran bilateral debt switching sebagai strategi *liability management* dalam pengelolaan risiko *refinancing* utang pemerintah Indonesia. Penelitian ini secara khusus mengkaji mekanisme bilateral debt switching dalam memperbaiki struktur jatuh tempo utang, mengurangi tekanan pembiayaan kembali, serta mendukung pengelolaan portofolio utang yang berkelanjutan. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang lebih banyak menilai keberlanjutan utang melalui indikator makroekonomi seperti rasio utang terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) dan keseimbangan primer, penelitian ini memberikan perspektif baru dengan menempatkan bilateral debt switching sebagai instrumen pengelolaan risiko portofolio utang dalam konteks koordinasi kebijakan fiskal dan moneter Indonesia. Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya kajian mengenai *sovereign debt management*, khususnya terkait penggunaan instrumen *liability management* dalam mitigasi risiko *refinancing*. Secara praktis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan

masukannya bagi pemerintah dalam merancang strategi pengelolaan utang yang berorientasi pada keseimbangan antara biaya dan risiko.

2. TINJAUAN PUSTAKA

Pengelolaan utang pemerintah tidak dapat dipisahkan dari risiko yang melekat pada struktur portofolio utang, salah satunya adalah *refinancing risk* atau risiko pembiayaan kembali. Missale, Giavazzi, dan Benigno (2002) menjelaskan bahwa utang jangka pendek menuntut otoritas pengelola utang lebih sering melakukan penerbitan ulang (*roll over*), sehingga eksposur terhadap perubahan pasar keuangan menjadi lebih besar. He, Z., dan Xiong, W. (2012) menyebut risiko ini sebagai *rollover risk* yaitu risiko yang timbul ketika perusahaan atau pemerintah mengalami kerugian saat melakukan *roll over* utang yang jatuh tempo sehingga dapat memicu default pada ambang fundamental yang lebih tinggi. Meskipun sering digunakan secara bergantian, *refinancing risk* memiliki cakupan yang lebih luas karena mencakup risiko pembiayaan kembali akibat jatuh tempo utang, sedangkan *rollover risk* lebih menekankan risiko kegagalan memperpanjang atau mengganti kewajiban yang jatuh tempo. Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan sepakat untuk menempatkan risiko ini sebagai elemen utama manajemen risiko utang karena konsentrasi jatuh tempo yang tinggi berpotensi mendorong kenaikan imbal hasil yang diminta investor (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2025). Temuan empiris Dhoni (2018) atas pengelolaan utang Pemerintah Indonesia periode 2005-2014 memperkuat definisi tersebut dengan menunjukkan bahwa konsentrasi jatuh tempo pada tahun-tahun tertentu masih menjadi indikator risiko yang capaiannya belum optimal. Berdasarkan penjelasan tersebut, teori *refinancing risk* digunakan dalam penelitian ini sebagai landasan masalah yang menjadi pertimbangan strategi pengelolaan risiko jatuh tempo melalui mekanisme penukaran utang (*debt switching*).

Dalam manajemen risiko utang, terdapat konsep *debt switching* yang membedakan restrukturisasi utang bermasalah dari operasi pengelolaan portofolio pada kondisi normal. Das dan Papaioannou (2012) menjelaskan bahwa *debt switching* secara umum adalah transaksi penukaran instrumen utang lama dengan instrumen utang baru yang berbeda tenor, kupon, atau struktur pembayarannya. Dalam perspektif *liability management*, *debt switching* bukan bertujuan mengurangi nilai nominal utang, tetapi melakukan optimalisasi struktur kewajiban melalui pengaturan tenor, jatuh tempo, dan karakteristik instrumen utang. Peraturan Menteri Keuangan Nomor 114 Tahun 2023 mendefinisikan penukaran utang sebagai pembelian kembali Surat Utang Negara yang penyelesaiannya dilakukan dengan penyerahan seri Surat Berharga Negara lainnya. Dalam penelitian ini, konsep *debt switching* diposisikan sebagai kerangka analitis untuk menjelaskan mekanisme teknis penggantian seri SBN yang akan jatuh tempo dengan seri lain bertenor lebih panjang, tanpa memerlukan tambahan kas dalam jumlah besar pada satu waktu yang sama.

Secara operasional, pelaksanaan *debt switching* dapat ditempuh melalui lebih dari satu metode transaksi. International Monetary Fund dan World Bank (2014) mengklasifikasikan pelaksanaan operasi *liability management* ke dalam beberapa modalitas, salah satunya transaksi yang dinegosiasikan langsung dengan satu pihak lawan atau bersifat bilateral. Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan menegaskan bahwa dalam praktiknya, pemerintah secara reguler melaksanakan transaksi *debt switch* di pasar sekunder, baik melalui mekanisme penawaran umum maupun secara bilateral dengan investor tertentu. Hal ini sejalan dengan instrumen yang ditempuh pemerintah dalam penyelesaian kewajiban SBN hasil burden sharing kepada Bank Indonesia. Penelitian ini menempatkan bilateral *debt switching* sebagai unit analisis utama, karena mekanisme penyelesaian kewajiban *burden sharing* dilaksanakan secara bilateral dan tidak melalui proses lelang publik.

Keberhasilan strategi *debt switching* tidak hanya dinilai dari kemampuan menurunkan risiko pembiayaan kembali dalam jangka pendek, melainkan juga dari kontribusinya terhadap kesinambungan fiskal dalam jangka menengah dan panjang. Blanchard, Chouraqui, Hagemann, dan Sartor (1990) memperluas rumusan kesinambungan fiskal dengan menyusun indikator

kesinambungan fiskal yang lebih operasional, yaitu perbandingan antara keseimbangan primer aktual dengan keseimbangan primer yang dibutuhkan untuk menstabilkan rasio utang terhadap PDB. Bohn (1998) selanjutnya mengembangkan *fiscal reaction function*, yaitu model yang menguji apakah pemerintah secara sistematis menaikkan keseimbangan primer sebagai respons atas kenaikan rasio utang, sebagai syarat kecukupan bagi terpenuhinya batasan anggaran antarwaktu. Solikin dan Choirunnisah (2019) mengaplikasikan kerangka *fiscal reaction function* tersebut pada data fiskal Indonesia periode 1977-2017 dan menemukan bahwa dalam jangka panjang Pemerintah Indonesia merespons kenaikan rasio utang dengan menaikkan keseimbangan primer, sehingga kesinambungan fiskal secara empiris masih terjaga. Dalam penelitian ini, teori kesinambungan fiskal berfungsi sebagai kerangka evaluasi mengenai risiko portofolio utang.

Penelitian mengenai pengelolaan risiko utang Pemerintah Indonesia saat ini sudah pernah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Dhoni (2018) melalui studi kasus atas strategi pengelolaan utang periode 2005-2014 menemukan bahwa penerapan manajemen risiko belum sepenuhnya optimal, penyebabnya antara lain karena transaksi lindung nilai belum diterapkan secara memadai dan masih terdapat perbedaan perspektif antar unit dalam menentukan strategi penerbitan pada awal tahun anggaran. Sependapat dengan itu, Solikin dan Choirunnisah (2019) serta Rusdiyantoro dan Simanjuntak (2022) memberikan bukti empiris bahwa kesinambungan fiskal Indonesia dalam jangka panjang tetap terjaga, baik pada kondisi normal maupun pada masa pandemi Covid-19, melalui respons kebijakan fiskal yang positif terhadap kenaikan rasio utang. Penelitian yang dilakukan Saharani, Ardiani, dan Nurcahya (2024), menyimpulkan bahwa kebijakan *debt switching* bersama *cash buyback* merupakan strategi paling tepat untuk merespons risiko pembiayaan kembali, sementara pendalaman pasar keuangan dan kebijakan lindung nilai lebih relevan untuk risiko nilai tukar, dan pengaturan komposisi bunga tetap mengambang lebih relevan untuk risiko suku bunga.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kajian literatur (*literature review*) dengan pendekatan deskriptif kualitatif. Metode ini dipilih untuk menganalisis dan mensintesis berbagai literatur yang membahas bilateral debt switching, risiko pembiayaan kembali (*refinancing risk*), serta strategi pengelolaan portofolio utang pemerintah. Kajian dilakukan melalui proses identifikasi, seleksi, analisis, dan interpretasi terhadap sumber literatur yang relevan dengan tujuan penelitian. Objek kajian dalam penelitian ini adalah konsep dan praktik pengelolaan utang pemerintah, khususnya penggunaan bilateral debt switching sebagai instrumen *liability management* dalam mengurangi risiko *refinancing*. Sumber data penelitian berasal dari artikel jurnal nasional maupun internasional, laporan resmi pemerintah seperti Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR), Bank Indonesia, serta publikasi lembaga internasional seperti IMF dan World Bank. Literatur dipilih berdasarkan beberapa kriteria, yaitu relevansi terhadap topik penelitian, keterkaitan dengan pengelolaan utang pemerintah dan risiko *refinancing*, kredibilitas sumber, serta kontribusinya dalam menjelaskan strategi mitigasi risiko portofolio utang.

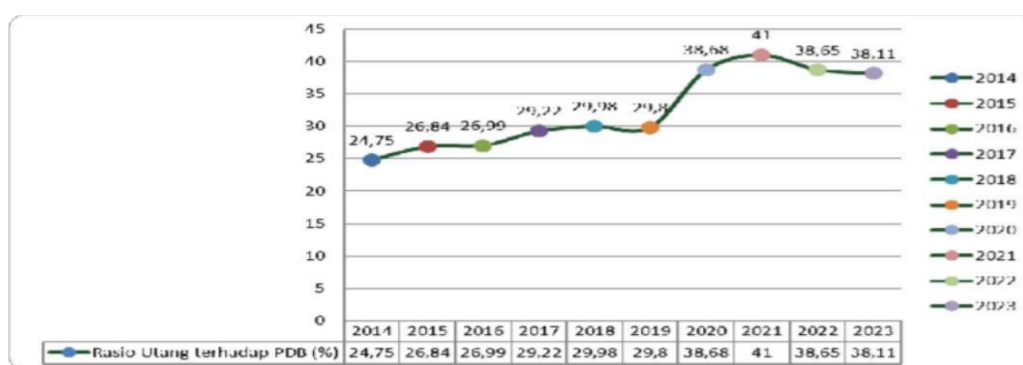
Selain analisis kualitatif, penelitian ini juga menggunakan analisis bibliometrik dengan bantuan perangkat lunak VOSviewer untuk memvisualisasikan hubungan antar kata kunci dan perkembangan tema penelitian terkait debt switching dalam konteks pengelolaan utang pemerintah. Analisis bibliometrik dilakukan melalui pendekatan *keyword co-occurrence analysis* dengan mengidentifikasi kemunculan bersama kata kunci dalam literatur yang dikaji. Hasil pemetaan VOSviewer digunakan untuk melihat keterkaitan antara konsep utama seperti debt switching, debt management, public debt, sovereign debt, rollover risk, dan maturity structure, sehingga dapat memberikan gambaran mengenai posisi penelitian ini dalam perkembangan kajian sebelumnya. Analisis data dalam penelitian ini dilakukan menggunakan metode analisis isi (*content analysis*) melalui proses pengelompokan dan interpretasi terhadap temuan dari berbagai literatur. Tahapan analisis meliputi identifikasi tema utama, pengelompokan literatur berdasarkan konsep *refinancing*

risk, debt switching, liability management, dan fiscal sustainability, serta analisis hubungan antar konsep tersebut dalam konteks pengelolaan utang pemerintah Indonesia. Melalui pendekatan ini, penelitian berupaya memperoleh pemahaman yang komprehensif mengenai peran bilateral debt switching sebagai strategi pengelolaan risiko pembiayaan kembali. Untuk menjaga validitas hasil kajian, pemilihan literatur dilakukan berdasarkan kesesuaian topik dan kualitas sumber yang digunakan. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena bergantung pada ketersediaan dan kedalaman literatur yang tersedia.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Dinamika Utang Pemerintah Indonesia dan Perubahan Kebutuhan Pembiayaan Fiskal Utang pemerintah Indonesia mengalami perkembangan yang dipengaruhi oleh dinamika kebutuhan pembiayaan negara dalam mendukung pembangunan nasional dan menjaga stabilitas perekonomian. Keterbatasan penerimaan negara dalam membiayai seluruh kebutuhan belanja pemerintah menyebabkan utang menjadi salah satu instrumen pembiayaan fiskal yang digunakan untuk menutup defisit anggaran sekaligus mendukung program pembangunan. Penggunaan utang tidak hanya berfungsi sebagai sumber pembiayaan jangka pendek, tetapi juga diarahkan untuk membiayai kegiatan produktif seperti pembangunan infrastruktur, peningkatan pelayanan publik, dan pemulihan ekonomi. Penelitian Kusuma dkk. (2025) menunjukkan bahwa peningkatan utang pemerintah Indonesia selama periode 2014–2023 berkaitan dengan kebutuhan pembiayaan pembangunan infrastruktur serta kebijakan fiskal dalam menghadapi dampak pandemi COVID-19. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa peningkatan utang merupakan konsekuensi dari kebutuhan pemerintah dalam menjaga aktivitas ekonomi ketika terjadi tekanan terhadap penerimaan negara. Namun, peningkatan kewajiban pemerintah perlu diikuti dengan strategi pengelolaan yang efektif karena akumulasi utang akan berdampak terhadap meningkatnya beban pembayaran bunga, kebutuhan pembiayaan kembali, dan berkurangnya ruang fiskal pada periode mendatang.

Perubahan kebutuhan pembiayaan pemerintah tercermin melalui perkembangan rasio utang terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia selama periode 2014–2023 sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 2. Rasio utang pemerintah mengalami peningkatan secara bertahap sebelum pandemi dan meningkat lebih signifikan pada periode 2020–2021 ketika pemerintah melakukan ekspansi fiskal untuk menangani dampak pandemi COVID-19. Kebijakan tersebut dilakukan melalui peningkatan belanja kesehatan, perlindungan sosial, serta program pemulihan ekonomi nasional yang membutuhkan tambahan sumber pembiayaan.



Gambar 2. Perkembangan Rasio Utang Pemerintah terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia Tahun 2014–2023

Sumber: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, diolah penulis

Gambar 2 menunjukkan bahwa rasio utang pemerintah terhadap PDB meningkat dari 24,75 persen pada tahun 2014 menjadi sekitar 41 persen pada tahun 2021 sebelum mengalami penurunan setelah periode pandemi. Peningkatan tersebut terutama terjadi ketika pemerintah menghadapi

tekanan ekonomi akibat pandemi COVID-19 yang menyebabkan penurunan penerimaan negara, sementara kebutuhan belanja meningkat. Kondisi tersebut menunjukkan adanya perubahan prioritas kebijakan fiskal dari menjaga keseimbangan anggaran menuju mempertahankan stabilitas ekonomi. Meskipun peningkatan utang memberikan ruang bagi pemerintah untuk melakukan intervensi fiskal, kebijakan tersebut tetap membutuhkan pengelolaan risiko yang memadai agar kewajiban yang terbentuk tidak memberikan tekanan terhadap keberlanjutan fiskal.

Dalam perspektif pengelolaan utang pemerintah, peningkatan utang tidak hanya dinilai berdasarkan besarnya rasio utang terhadap PDB, tetapi juga berdasarkan karakteristik portofolio utang, seperti struktur jatuh tempo, komposisi instrumen, dan kebutuhan pembiayaan kembali. Utang dengan konsentrasi jatuh tempo pada periode tertentu dapat meningkatkan risiko pembiayaan kembali (refinancing risk) karena pemerintah harus menyediakan sumber pembiayaan dalam jumlah besar ketika kewajiban tersebut jatuh tempo. Oleh karena itu, pengelolaan utang modern tidak hanya berorientasi pada memperoleh pembiayaan dengan biaya rendah, tetapi juga pada pengaturan struktur kewajiban agar risiko portofolio dapat dikendalikan melalui strategi liability management.

Penggunaan utang sebagai instrumen pembiayaan dapat memberikan manfaat ekonomi apabila dialokasikan pada kegiatan yang mampu meningkatkan kapasitas produktif perekonomian. Penelitian Elisabeth dan Sugiyanto (2021) menunjukkan bahwa belanja pemerintah pusat dan Surat Berharga Negara (SBN) memiliki hubungan positif terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Temuan tersebut menunjukkan bahwa pembiayaan melalui utang dapat memberikan kontribusi terhadap perekonomian apabila digunakan untuk kegiatan yang menghasilkan manfaat ekonomi jangka panjang. Namun, manfaat tersebut perlu diseimbangkan dengan kemampuan pemerintah dalam memenuhi kewajiban pembayaran utang, terutama ketika menghadapi peningkatan biaya pembiayaan dan kebutuhan melakukan pembiayaan kembali terhadap utang yang jatuh tempo.

Sejalan dengan hal tersebut, penelitian Windoro dkk. (2025) menunjukkan bahwa utang domestik pemerintah Indonesia memberikan pengaruh positif terhadap Produk Domestik Bruto dan tidak menunjukkan adanya efek crowding out terhadap investasi swasta. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa keberadaan utang pemerintah masih dapat mendukung aktivitas ekonomi selama pembiayaan diarahkan pada sektor yang memberikan nilai tambah bagi perekonomian. Namun, keberlanjutan manfaat tersebut sangat bergantung pada kemampuan pemerintah dalam menjaga keseimbangan antara kebutuhan pembiayaan, biaya utang, serta risiko yang muncul dari struktur portofolio utang.

Kemampuan pemerintah dalam menjaga tingkat utang tetap berada dalam kapasitas fiskal yang dapat dikelola menjadi salah satu aspek penting dalam pengelolaan keuangan negara. Penelitian Budiantoro dkk. (2023) menggunakan pendekatan Natural Debt Limit (NDL) dan menunjukkan bahwa batas rasio utang pemerintah Indonesia diperkirakan sekitar 46,1 persen terhadap PDB. Posisi utang Indonesia masih berada di bawah batas tersebut sehingga belum menunjukkan tekanan fiskal yang tinggi. Namun, kondisi tersebut tidak berarti bahwa risiko pengelolaan utang dapat diabaikan, karena tekanan fiskal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang, tetapi juga dipengaruhi oleh kemampuan membayar bunga, kondisi pertumbuhan ekonomi, struktur jatuh tempo, dan kebutuhan pembiayaan kembali. Dengan demikian, dinamika utang pemerintah Indonesia menunjukkan bahwa tantangan utama pengelolaan utang tidak hanya berkaitan dengan kemampuan pemerintah memperoleh pembiayaan, tetapi juga bagaimana pemerintah mengelola struktur kewajibannya secara optimal. Peningkatan kebutuhan pembiayaan dan konsentrasi jatuh tempo utang menjadikan risiko refinancing sebagai salah satu aspek penting dalam strategi pengelolaan utang. Oleh karena itu, diperlukan instrumen liability management seperti debt switching untuk memperbaiki struktur jatuh tempo, mengurangi tekanan pembiayaan kembali, serta menjaga keseimbangan antara kebutuhan pembiayaan pembangunan dan keberlanjutan fiskal pemerintah Indonesia.

4.1 Kestinambungan Fiskal Sebagai Dasar Pengelolaan Utang Pemerintah

Kesinambungan fiskal menunjukkan kemampuan pemerintah memenuhi kewajiban utang saat ini dan pada masa mendatang tanpa memerlukan penyesuaian anggaran yang dapat mengganggu stabilitas ekonomi. Oleh karena itu, peningkatan utang tidak dapat dinilai hanya melalui rasio utang terhadap produk domestik bruto (PDB). Zwalf dan Scott (2022) menegaskan bahwa tidak ada satu indikator yang secara mandiri dapat memberikan kesimpulan utuh mengenai keberlanjutan utang karena rasio utang perlu dibaca bersama biaya pelayanan utang, pertumbuhan ekonomi, dan kemampuan penerimaan pemerintah. Dalam konteks negara MIST, termasuk Indonesia, Ogbeifun dan Shobande (2020) menunjukkan bahwa respons keseimbangan primer dan kekuatan basis penerimaan menjadi bagian penting dalam menghadapi akumulasi utang. Dengan demikian, penilaian kesinambungan fiskal harus menghubungkan stok utang, beban bunga, pertumbuhan ekonomi, keseimbangan primer, dan kapasitas penerimaan negara dalam satu kerangka yang dinamis.

Secara konseptual, perubahan rasio utang ditentukan oleh interaksi antara suku bunga efektif atas utang, pertumbuhan nominal PDB, dan keseimbangan primer. Hubungan tersebut dapat dijelaskan melalui selisih suku bunga dan pertumbuhan atau $(r-g)$, dengan (r) menunjukkan suku bunga efektif utang dan (g) menunjukkan pertumbuhan nominal PDB. Ketika pertumbuhan nominal PDB lebih tinggi daripada suku bunga efektif sehingga $(r-g)$ bernilai negatif, pertumbuhan ekonomi memberikan tekanan penurunan terhadap rasio utang, sepanjang manfaat tersebut tidak dihapus oleh defisit primer yang terlalu besar. Sebaliknya, ketika suku bunga efektif lebih tinggi daripada pertumbuhan sehingga $(r-g)$ bernilai positif, rasio utang memperoleh tekanan kenaikan dan pemerintah memerlukan keseimbangan primer yang lebih kuat untuk menstabilkannya. Zwalf dan Scott (2022) menjelaskan bahwa perbandingan biaya pelayanan utang dan pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu ukuran penting dalam menilai keberlanjutan utang. Meskipun demikian, nilai $(r-g)$ yang menguntungkan pada satu periode tidak dapat dianggap sebagai jaminan permanen karena pertumbuhan dan suku bunga dapat berubah. Lindgren (2021) menunjukkan bahwa volatilitas selisih suku bunga dan pertumbuhan turut menentukan risiko insolvensi pemerintah. Dengan demikian, $(r-g)$ perlu diamati sebagai kecenderungan jangka menengah dan diuji bersama kondisi keseimbangan primer.

Hubungan tersebut menjelaskan alur tekanan fiskal yang muncul ketika utang meningkat. Tambahan utang memperbesar stok kewajiban yang dikenai bunga. Apabila rata-rata biaya utang tidak turun secara sepadan, pembayaran bunga menyerap porsi belanja yang semakin besar dan mempersempit ruang bagi belanja produktif maupun fungsi stabilisasi APBN. Tekanan tersebut kemudian meningkatkan kebutuhan untuk memperbaiki keseimbangan primer, yaitu selisih pendapatan dan belanja negara di luar pembayaran bunga. Keseimbangan primer yang terus defisit berarti pemerintah harus menambah pembiayaan bukan hanya untuk menutup program berjalan, tetapi juga untuk melayani biaya utang terdahulu. Dalam kondisi demikian, utang baru berisiko mempertahankan defisit melalui mekanisme yang berulang, terutama ketika penerimaan tidak tumbuh secepat belanja dan bunga.

Kemampuan menghasilkan penerimaan menjadi penentu utama karena pembayaran bunga dan pokok pada akhirnya dibebankan pada arus kas pemerintah. Rasio utang terhadap PDB yang relatif moderat dapat tetap menimbulkan tekanan apabila basis pajak sempit, kepatuhan rendah, atau penerimaan sensitif terhadap harga komoditas. Sebaliknya, negara dengan rasio utang lebih tinggi dapat memiliki kapasitas pembayaran yang lebih baik jika penerimaannya stabil dan pasar keuangannya dalam. Analisis perlu menempatkan pembayaran bunga terhadap pendapatan negara, kebutuhan pembiayaan bruto terhadap pendapatan, dan respons penerimaan terhadap pertumbuhan sebagai pelengkap rasio utang terhadap PDB. Temuan Rahman dkk. (2023) memperlihatkan pentingnya pendekatan ini karena utang luar negeri pemerintah Indonesia selama 2008-2020 berada pada ambang risiko rendah menurut beberapa indikator stok, tetapi rasio pembayaran bunga utang luar negeri terhadap penerimaan pajak memasuki kategori risiko tinggi pada masa pandemi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa indikator stok dan indikator kemampuan membayar dapat memberikan sinyal yang berbeda.

Keseimbangan primer perlu dipahami sebagai respons kebijakan fiskal, bukan sekadar angka defisit atau surplus pada satu tahun. Dalam fungsi reaksi fiskal Bohn, kebijakan fiskal dinilai konsisten dengan kesinambungan apabila keseimbangan primer memberikan respons positif dan signifikan terhadap rasio utang periode sebelumnya, setelah pengaruh siklus ekonomi dan pengeluaran pemerintah yang bersifat sementara dikendalikan. Artinya, ketika rasio utang meningkat, pemerintah harus merespons dengan meningkatkan surplus primer atau mengurangi defisit primer. Respons positif tersebut menunjukkan adanya tindakan korektif untuk mencegah utang meningkat tanpa terkendali, tetapi tidak mensyaratkan tercapainya surplus primer pada setiap tahun (Bohn, 1998). Al Ayyubi dan Saputra (2021) menemukan bahwa keseimbangan primer Indonesia merespons peningkatan utang secara positif dalam jangka panjang selama periode 1980–2018. Temuan tersebut menunjukkan adanya respons fiskal yang mendukung kesinambungan utang berdasarkan fungsi reaksi fiskal Bohn. Namun, respons jangka pendek ditemukan negatif karena penerimaan dan upaya perpajakan belum optimal, penggunaan utang belum sepenuhnya produktif, serta belanja modal masih terbatas. Ikhsan dan Virananda (2021) juga menemukan indikasi kesinambungan fiskal dalam jangka panjang, tetapi responnya tergolong lemah dan asimetris karena perbaikan keseimbangan primer tidak selalu sebanding dengan kenaikan rasio utang. Oleh sebab itu, hubungan positif secara rata-rata belum menjamin bahwa respons fiskal akan selalu cukup kuat ketika tekanan utang meningkat.

Temuan penelitian mengenai kesinambungan fiskal Indonesia menunjukkan adanya kecenderungan respons fiskal yang positif dalam jangka panjang, tetapi kekuatan dan konsistensi respons tersebut berbeda antar periode. Solikin dan Choirunnisah (2019) menemukan bahwa selama periode 1977–2017 pemerintah meningkatkan keseimbangan primer ketika beban utang meningkat sehingga memberikan indikasi kesinambungan fiskal dalam jangka panjang. Dengan menggunakan periode 1980–2018, Al Ayyubi dan Saputra (2021) juga menemukan pengaruh positif utang terhadap keseimbangan primer dalam jangka panjang. Namun, penelitian tersebut menunjukkan respons negatif dalam jangka pendek yang berkaitan dengan belum optimalnya penerimaan pajak, penggunaan utang yang kurang produktif, dan relatif rendahnya belanja modal. Ikhsan dan Virananda (2021) menghasilkan kesimpulan yang lebih berhati-hati karena kesinambungan fiskal Indonesia bersifat lemah dan asimetris; keseimbangan primer dapat menurun ketika rasio utang turun, tetapi tidak selalu meningkat secara memadai ketika rasio utang naik. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa kesimpulan mengenai kesinambungan fiskal tidak cukup didasarkan pada koefisien jangka panjang, tetapi juga harus mempertimbangkan kekuatan respons, arah perubahan utang, serta kemampuan pemerintah melakukan penyesuaian pada saat tekanan fiskal meningkat.

Pertumbuhan ekonomi memperkuat kesinambungan melalui dua jalur. Pertama, pertumbuhan memperbesar penyebut rasio utang sehingga stok utang yang sama menjadi lebih ringan dibandingkan ukuran ekonomi. Kedua, pertumbuhan yang memperluas basis pajak meningkatkan penerimaan dan membantu memperbaiki keseimbangan primer. Manfaat tersebut bergantung pada kualitas penggunaan utang. Pembiayaan yang meningkatkan produktivitas, kapasitas produksi, dan penerimaan masa depan dapat membantu pertumbuhan mengimbangi biaya utang, sedangkan pembiayaan belanja yang tidak menambah kapasitas ekonomi akan meninggalkan kewajiban tanpa arus penerimaan yang memadai. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mudayen (2017) mendukung pentingnya interaksi ini karena pertumbuhan dan keseimbangan primer berpengaruh positif terhadap kesinambungan fiskal Indonesia, sedangkan kenaikan suku bunga memperburuknya.

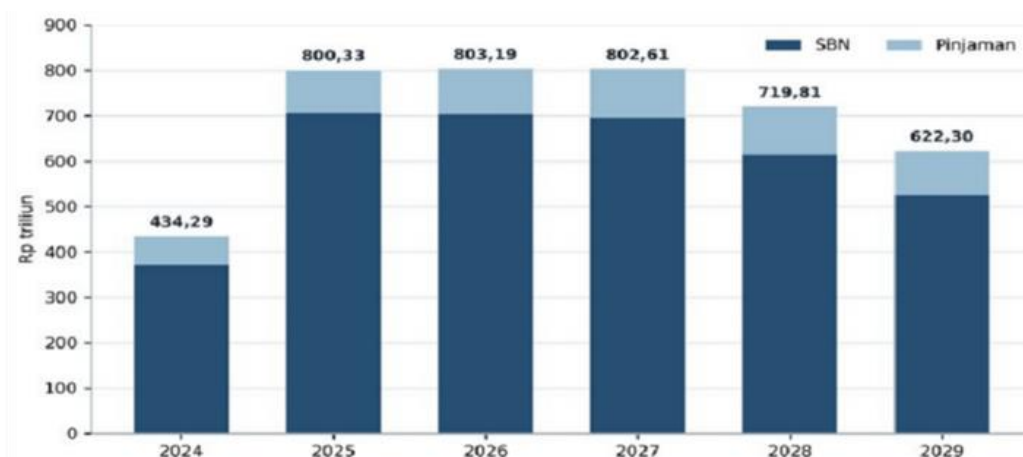
Risiko fiskal membesar ketika pertumbuhan ekonomi melambat pada saat biaya utang meningkat. Perlambatan ekonomi dapat menekan penerimaan negara, meningkatkan kebutuhan belanja penyangga, dan memperburuk rasio utang melalui penurunan PDB. Pada saat yang sama, kenaikan suku bunga pasar akan meningkatkan biaya penerbitan utang baru dan pembiayaan kembali utang yang jatuh tempo. Portofolio berbunga tetap dan berjangka panjang dapat menunda transmisi kenaikan suku bunga terhadap pembayaran bunga APBN, sedangkan utang berjangka pendek mempercepat transmisi tersebut karena harus lebih sering dibiayai kembali. Afonso dkk.

(2026) menjelaskan bahwa pemanjangan jatuh tempo dapat mengurangi tekanan pembiayaan kembali, meskipun penerbitan berjangka panjang umumnya disertai premi tenor dan biaya yang lebih tinggi. Selain itu, Lindgren (2021) menunjukkan bahwa volatilitas selisih ($r-g$) meningkatkan ketidakpastian dinamika utang dan risiko insolvensi. Oleh karena itu, analisis kesinambungan fiskal perlu menguji secara bersamaan skenario pertumbuhan yang lebih rendah, suku bunga yang lebih tinggi, pelemahan nilai tukar, dan memburuknya keseimbangan primer.

Berdasarkan keseluruhan hubungan tersebut, peningkatan utang dapat dinilai berkelanjutan apabila pemerintah mampu menjaga keseimbangan antara kemampuan pembayaran, pertumbuhan ekonomi, dan pengelolaan risiko portofolio utang. Dengan demikian, evaluasi keberlanjutan fiskal tidak cukup hanya melihat rasio utang terhadap PDB atau respons keseimbangan primer, tetapi juga perlu mempertimbangkan struktur jatuh tempo dan kebutuhan pembiayaan kembali. Dalam konteks tersebut, strategi liability management menjadi penting karena memberikan ruang bagi pemerintah untuk mengelola profil kewajiban tanpa harus melakukan pengurangan nominal utang secara langsung. Salah satu instrumen yang relevan adalah debt switching, termasuk mekanisme bilateral debt switching, yang dapat digunakan untuk memperbaiki struktur jatuh tempo dan mengurangi tekanan risiko refinancing.

4.2 Risiko Portofolio Utang Pemerintah dan Tantangan Pengelolaan Jatuh Tempo

Analisis risiko portofolio menggeser perhatian dari jumlah utang menuju karakteristik kewajiban yang membentuk biaya dan risikonya. Dua pemerintah dengan rasio utang terhadap PDB yang sama dapat menghadapi tingkat risiko berbeda apabila salah satunya memiliki utang berjangka pendek dan harus lebih sering melakukan pembiayaan kembali. Afonso dkk. (2026) menjelaskan bahwa struktur jatuh tempo menentukan besarnya tekanan rollover dan kecepatan perubahan suku bunga pasar ditransmisikan ke dalam biaya utang pemerintah. Perbedaan risiko juga dapat berasal dari denominasi mata uang karena utang valuta asing menciptakan ketidaksesuaian antara kewajiban pemerintah dan penerimaan negara yang sebagian besar diperoleh dalam mata uang domestik. Eichengreen dkk. (2023) menunjukkan bahwa ketidaksesuaian mata uang tersebut masih menjadi sumber kerentanan penting di negara berkembang. Oleh karena itu, pengelolaan utang perlu diarahkan untuk memperoleh pembiayaan dengan biaya yang terkendali dan tingkat risiko yang dapat diterima sepanjang horizon jangka menengah dan panjang, bukan sekadar memilih instrumen dengan biaya penerbitan paling rendah pada saat transaksi dilakukan.



Gambar 3. Profil Jatuh Tempo Utang Pemerintah Pusat Berdasarkan Komponen Pinjaman dan Surat Berharga Negara Tahun 2024–2029

Sumber: DJPPR Kementerian Keuangan, posisi 30 April 2024, diolah berdasarkan Santika (2024).

Gambar 3 memperlihatkan profil jatuh tempo utang pemerintah pusat berdasarkan posisi portofolio per 30 April 2024. Jadwal tersebut menunjukkan kenaikan dari Rp434,29 triliun pada 2024 menjadi sekitar Rp800 triliun per tahun pada 2025-2027, kemudian turun menjadi Rp719,81 triliun pada 2028 dan Rp622,30 triliun pada 2029. Sebagian besar kewajiban berasal dari Surat Berharga Negara (SBN), sedangkan porsi pinjaman berada pada kisaran Rp62,49 triliun sampai Rp107,11 triliun per tahun. Pola ini menunjukkan konsentrasi kebutuhan pelunasan pada 2025-2027 dan ketergantungan yang tinggi pada mekanisme pasar SBN. Angka tersebut merupakan jadwal berdasarkan posisi pada tanggal pelaporan, sehingga bukan nilai realisasi yang tetap; penerbitan baru, pembelian kembali, pertukaran utang, dan perubahan portofolio dapat menggeser profil jatuh tempo selanjutnya (Santika, 2024).

Konsentrasi jatuh tempo terutama menimbulkan risiko refinancing atau rollover, yaitu risiko ketika pemerintah harus melunasi atau membiayai kembali utang pada saat biaya pasar meningkat atau permintaan investor melemah. Pelunasan pokok SBN tidak selalu harus seluruhnya dibiayai dari penerimaan negara tahun berjalan karena sebagian kewajiban dapat dipenuhi melalui penerbitan utang baru. Namun, strategi tersebut bergantung pada kemampuan pemerintah mempertahankan akses pasar dan kepercayaan investor. Afonso dkk. (2026) menjelaskan bahwa apabila sebagian besar utang jatuh tempo dalam periode yang pendek, keberhasilan pembiayaan kembali memerlukan permintaan investor yang cukup besar terhadap surat utang yang baru diterbitkan. Ketika permintaan melemah, pemerintah dapat dipaksa menawarkan tingkat bunga lebih tinggi sehingga beban bunga pada periode berikutnya meningkat. Oleh karena itu, penyebaran jatuh tempo diperlukan agar volume utang yang harus dilunasi atau dibiayai kembali setiap tahun tetap berada pada tingkat yang dapat dikelola.

Risiko refinancing berkaitan erat dengan risiko suku bunga, tetapi keduanya menunjukkan sumber tekanan yang berbeda. Risiko refinancing berkaitan dengan kemampuan pemerintah mengganti utang yang jatuh tempo, sedangkan risiko suku bunga menunjukkan kemungkinan meningkatnya biaya utang akibat perubahan tingkat bunga pada penerbitan baru, instrumen berbunga mengambang, atau instrumen yang memasuki waktu penetapan ulang kupon. Portofolio berjangka pendek mempercepat transmisi kenaikan suku bunga pasar terhadap pembayaran bunga APBN karena pokok utang harus lebih sering diterbitkan kembali. Sebaliknya, portofolio berbunga tetap dan berjangka panjang dapat menunda transmisi tersebut, tetapi pemerintah biasanya harus membayar premi tenor yang lebih besar. Afonso dkk. (2026) menjelaskan bahwa kemiringan kurva imbal hasil memengaruhi pilihan antara utang jangka pendek yang lebih murah dan utang jangka panjang yang memberikan perlindungan lebih besar terhadap risiko pembiayaan kembali. Dengan demikian, pemilihan tenor harus memperhitungkan pertukaran antara penghematan biaya dalam jangka pendek dan perlindungan terhadap kenaikan biaya utang pada masa mendatang.

Risiko nilai tukar muncul ketika kewajiban pemerintah dalam valuta asing harus dibayar menggunakan penerimaan negara yang sebagian besar berdenominasi rupiah. Depresiasi rupiah akan meningkatkan nilai pokok dan bunga utang valuta asing dalam rupiah, meskipun nilai kewajiban dalam mata uang asal tidak berubah. Dampak tersebut dapat meningkatkan rasio utang melalui perubahan valuasi sekaligus memperbesar pembayaran bunga dan pokok dalam APBN. Eichengreen dkk. (2023) menunjukkan bahwa ketergantungan negara berkembang pada pembiayaan valuta asing atau fenomena original sin masih menciptakan ketidaksesuaian mata uang dan kerentanan terhadap perubahan kondisi keuangan global. Peningkatan penerbitan utang dalam rupiah dapat mengurangi paparan langsung pemerintah terhadap depresiasi, tetapi tidak selalu menghapus risiko dari sistem keuangan karena ketidaksesuaian mata uang dapat berpindah kepada investor atau lembaga domestik yang melakukan transaksi lindung nilai. Oleh sebab itu, analisis risiko nilai tukar perlu memperhatikan denominasi utang, komposisi investor, kebutuhan pembayaran valuta asing, dan kemampuan melakukan lindung nilai.

Risiko konsentrasi jatuh tempo timbul ketika pembayaran pokok menumpuk dalam periode yang sempit. Profil pada Gambar 3 menunjukkan bahwa kewajiban sekitar Rp800 triliun per tahun selama 2025-2027 meningkatkan kebutuhan pembiayaan bruto dan pengelolaan kas, walaupun

sebagian besar kewajiban tersebut dapat digulirkan melalui penerbitan baru. Konsentrasi tersebut juga menuntut pengaturan kalender lelang agar volume penerbitan SBN tidak memberikan tekanan berlebihan terhadap pasar pada waktu yang sama. Afonso dkk. (2026) menjelaskan bahwa penyebaran jatuh tempo mengurangi proporsi utang yang harus dibiayai kembali pada setiap periode dan memperkuat ketahanan pemerintah ketika permintaan pasar melemah. Akan tetapi, pemanjangan tenor biasanya diikuti premi jatuh tempo yang lebih tinggi. Oleh karena itu, perataan profil jatuh tempo perlu mempertimbangkan kemampuan pasar menyerap penerbitan, bentuk kurva imbal hasil, basis investor, serta biaya penguncian suku bunga jangka panjang.

Dominasi SBN dalam profil jatuh tempo 2024-2029 memiliki dua makna. Di satu sisi, penggunaan instrumen pasar yang dapat diperdagangkan mendukung transparansi harga, pembentukan kurva imbal hasil, dan fleksibilitas operasi pengelolaan kewajiban. Di sisi lain, kebutuhan refinancing menjadi lebih sensitif terhadap volatilitas pasar, konsentrasi basis investor, dan perubahan sentimen global. Ketergantungan pada satu kelompok investor atau satu tenor dapat memperbesar risiko jika permintaan berubah pada saat volume penerbitan meningkat. Oleh karena itu, diversifikasi tidak cukup dimaknai sebagai memperbanyak jenis instrumen. Diversifikasi perlu mencakup tenor, jenis suku bunga, mata uang, kelompok investor, dan kanal penerbitan dengan tetap mengendalikan biaya serta risiko masing-masing.

Strategi mitigasi perlu diarahkan pada perataan profil jatuh tempo dan penyediaan penyangga likuiditas yang memadai. Pemerintah dapat mengatur komposisi tenor penerbitan, melaksanakan pertukaran utang, melakukan pembelian kembali, dan menerapkan prefunding untuk memindahkan sebagian kebutuhan pembiayaan dari tahun yang padat ke periode yang lebih longgar. Penyangga kas juga memberikan waktu bagi pemerintah untuk menunda penerbitan apabila kondisi pasar tidak menguntungkan. Afonso dkk. (2026) menunjukkan bahwa utang berjangka panjang dapat mengurangi tekanan rollover dan memberikan ruang lebih besar bagi pemerintah untuk menyebarkan penyesuaian fiskal dari waktu ke waktu. Namun, pemanjangan tenor tidak bebas biaya karena utang jangka panjang dapat membawa premi tenor yang lebih besar dan mendorong stabilisasi utang berlangsung lebih lambat. Dengan demikian, keberhasilan strategi mitigasi harus dinilai berdasarkan keseimbangan biaya dan risiko sepanjang horizon portofolio, bukan hanya berdasarkan penghematan bunga dalam satu tahun anggaran.

Pengelolaan portofolio utang harus terhubung dengan kebijakan fiskal dan kondisi moneter. Defisit yang membesar meningkatkan kebutuhan penerbitan bersih, sedangkan jatuh tempo yang terkonsentrasi meningkatkan penerbitan untuk pembiayaan kembali. Apabila keduanya terjadi secara bersamaan, kebutuhan pembiayaan bruto dapat meningkat jauh lebih cepat daripada defisit tahunan. Perubahan kebijakan moneter juga mempengaruhi kemiringan kurva imbal hasil dan biaya penerbitan pada setiap tenor. Afonso dkk. (2026) menemukan bahwa penurunan imbal hasil jangka panjang dapat mendorong pemerintah memperpanjang rata-rata jatuh tempo utangnya, tetapi perubahan tersebut juga mempengaruhi kecepatan respons keseimbangan primer terhadap kenaikan utang. Oleh sebab itu, koordinasi kebijakan diperlukan dalam pengaturan kalender penerbitan, pengelolaan likuiditas pasar, dan pemilihan tenor, dengan tetap menjaga agar kebijakan moneter tidak berfungsi sebagai jaminan permanen bagi pembiayaan fiskal.

Rasio utang terhadap PDB perlu dibaca bersama rata-rata waktu jatuh tempo, rata-rata waktu penetapan ulang bunga, porsi utang yang jatuh tempo dalam satu sampai tiga tahun, porsi bunga mengambang, porsi valuta asing, kebutuhan pembiayaan bruto, konsentrasi investor, dan biaya utang berisiko. Profil pada Gambar 3 menunjukkan bahwa tantangan utama periode 2025-2027 bukan hanya besarnya pokok yang jatuh tempo, melainkan kemampuan pemerintah membiayai kembali SBN dalam jumlah besar tanpa lonjakan biaya dan tanpa mengurangi ruang belanja prioritas. Kesimpulan bahwa rasio utang masih aman karena itu harus disertai bukti bahwa jadwal jatuh tempo dapat diratakan, risiko suku bunga dan nilai tukar terkendali, serta kapasitas penerimaan dan keseimbangan primer cukup kuat untuk menahan skenario pasar yang kurang menguntungkan.

4.3 Strategi Optimalisasi Portofolio Utang melalui Debt Switching

Praktik pertukaran obligasi (bond exchange atau switch) sesungguhnya bukan hal baru dalam pengelolaan utang negara. Survei OECD terhadap para pengelola utang di negara-negara anggotanya menunjukkan bahwa strategi buyback dan switch telah lama dipakai sebagai instrumen liability management. Mekanisme ini memiliki dua tujuan pokok, yakni menekan risiko rollover di waktu jatuh tempo serta memperdalam likuiditas seri obligasi baru (Blommestein, Elmadag, & Ejsing, 2012). Jika diimplementasikan di Indonesia, instrumen ini menjadi relevan ketika dipadukan dengan koordinasi bilateral antara otoritas fiskal (Kementerian Keuangan) dan otoritas moneter (Bank Indonesia), sehingga menghasilkan skema yang secara khusus dikenal sebagai bilateral debt switching.

4.3.1 Konsep Debt Switching

Dalam ekonomi keuangan negara, debt switching diartikan sebagai transaksi menukar seri Surat Berharga Negara (SBN) yang mendekati atau telah jatuh tempo dengan seri SBN lain yang berkarakteristik berbeda, umumnya yang memiliki tenor lebih panjang. IMF sendiri juga menjelaskan bahwa dalam bond exchange (pertukaran obligasi), pemerintah memperoleh kembali obligasi tertentu dari pemegangnya dengan memberikan instrumen baru sebagai pengganti. Karakteristik tersebut menyebabkan transaksi ini sama sekali tidak menghapuskan kewajiban pemerintah. Nilai pokok utang yang beredar secara agregat pada dasarnya tidak berkurang, yang berubah hanyalah komposisi dan struktur jatuh temponya. Simpulan ini sejalan dengan kerangka liability management operations (LMOs) yang dijelaskan IMF, dimana switch, buyback, dan operasi sejenis ditempatkan sebagai instrumen manajemen risiko portofolio, bukan sebagai instrumen pengurangan stok utang (Jonasson & Papaioannou, 2018).

Tujuan utama debt switching dapat dipetakan ke dalam tiga hal yang saling berkaitan. Pertama, memperbaiki profil jatuh tempo (maturity profile) portofolio utang dengan menggeser konsentrasi jatuh tempo yang menumpuk pada periode tertentu ke periode yang lebih lama. Kedua, mengurangi tekanan refinancing, sebab volume penerbitan SBN baru di pasar perdana untuk menutup utang jatuh tempo dapat ditekan begitu sebagian kewajiban dialihkan lewat mekanisme switch di pasar sekunder (Jonasson & Papaioannou, 2018). Ketiga, meningkatkan fleksibilitas pengelolaan utang. Dalam hal ini, pengelola utang memperoleh ruang gerak yang lebih besar dalam menentukan waktu penerbitan dan struktur portofolio ke depan. Bukti empiris dari negara lain memperkuat argumen ini, dimana laporan OECD mencatat bahwa operasi switch di Polandia pada 2012 secara gamblang menurunkan konsentrasi risiko refinancing pada titik jatuh tempo tertentu, sementara switch di Irlandia pada periode yang sama meratakan profil redemption yang sebelumnya menumpuk (Blommestein, Elmadag, & Ejsing, 2012).

Dari sisi mekanisme, debt switch pada dasarnya adalah transaksi pasar sekunder dimana pemerintah menarik kembali seri SBN yang akan jatuh tempo, kemudian menyerahkan seri pengganti dengan tenor lebih panjang namun tetap bersifat tradable dan marketable. Hal tersebut berarti SBN pengganti tersebut tetap dapat diperdagangkan mengikuti mekanisme pasar, bukan instrumen tertutup yang dipegang secara eksklusif. Karena mekanisme ini berlangsung di pasar sekunder, transaksi ini juga langsung berdampak pada penurunan target penerbitan SBN di pasar perdana pada tahun berjalan. Selain itu, mekanisme debt switch juga sekaligus dipandang otoritas fiskal (Kementerian Keuangan) sebagai bagian dari strategi refinancing yang lazim, yaitu membayar utang jatuh tempo dengan pinjaman baru bersyarat lebih menguntungkan, misalnya tenor yang lebih panjang.

4.3.2 Implementasi Bilateral Debt

Dalam implementasinya di Indonesia, praktik debt switching tertanam dalam kerangka hukum yang mewajibkan koordinasi antara Kementerian Keuangan dan Bank Indonesia sebelum penerbitan Surat Utang Negara (SUN) maupun Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Kewajiban ini diatur berlapis, yakni Pasal 55 ayat (1) Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang

Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan, Pasal 6 Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara, serta Pasal 7 Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara. Koordinasi antara dua lembaga tersebut dimaksudkan agar penerbitan SBN oleh pemerintah selaras dengan arah operasi moneter Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas nilai tukar sekaligus mendukung pertumbuhan ekonomi. Basis hukum inilah yang menjadi dasar bagi skema bilateral debt switch, yaitu varian debt switch yang dilakukan secara langsung antara pemerintah dan Bank Indonesia, berbeda dari switch reguler yang ditawarkan terbuka kepada investor di pasar sekunder melalui mekanisme lelang atau penawaran umum.

Implementasi konkret atas penerapan mekanisme ini dapat ditelusuri dari perubahan skema burden sharing pasca pandemi sejak 2020. Melalui serangkaian Surat Keputusan Bersama, Bank Indonesia diberi kewenangan membeli SBN di pasar perdana untuk mendanai penanganan Covid-19 dengan tetap menjaga kredibilitas dan independensi kebijakan moneter (Samsul dkk., 2021). Ketika sebagian utang hasil burden sharing tersebut jatuh tempo, pemerintah dan BI memilih menyelesaikannya bukan dengan pelunasan tunai penuh, melainkan melalui bilateral debt switch. Hal tersebut diterapkan pada utang senilai Rp100 triliun dengan tenor jatuh tempo pada 2025 yang kemudian dipertukarkan dengan SBN reguler bertenor lebih panjang, disusul rencana debt switch senilai Rp173,4 triliun pada 2026. Bank Indonesia sendiri mencatat bahwa dari total pembelian SBN sepanjang 2025 sebesar Rp332,1 triliun, porsi terbesarnya, yaitu Rp246,6 triliun, direalisasikan melalui mekanisme debt switching.

Pemilihan SBN sebagai instrumen utama dalam skema ini bukan tanpa alasan. Data dari Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko menunjukkan bahwa hingga Maret 2026, SBN mendominasi struktur utang pemerintah dengan porsi 87,22 persen dari total posisi utang, jauh melampaui pinjaman dalam dan luar negeri. Dominasi ini membuat pengelolaan seri dan tenor SBN menjadi variabel kunci dalam menjaga indikator risiko portofolio utang, termasuk rasio Average Time to Maturity (ATM), yang secara rutin dipantau dalam dokumen Strategi Pengelolaan Portofolio Utang Jangka Menengah. Di sisi lain, kebutuhan Bank Indonesia turut menentukan karakteristik SBN hasil switch, sebab seri dan tenor SBN yang diterima BI disesuaikan dengan kebutuhan operasi moneter, termasuk sebagai underlying penerbitan instrumen moneter BI seperti Sekuritas Rupiah Bank Indonesia (SRBI). Dengan demikian, SBN berfungsi ganda, yaitu sebagai instrumen pembiayaan fiskal sekaligus instrumen operasi moneter, yang menjadikan kebijakan bilateral debt switch secara inheren berada pada persimpangan kebijakan fiskal dan moneter.

Sebagai strategi pengelolaan portofolio, bilateral debt switch menjanjikan manfaat yang cukup jelas dari sisi manajemen risiko. Dengan mengalihkan sebagian kewajiban jatuh tempo tanpa harus menambah volume penerbitan bruto di pasar perdana, tekanan pada puncak jatuh tempo dapat diratakan, sejalan dengan logika umum bond exchange yang ditemukan dalam praktik internasional (Blommestein dkk., 2012; Jonasson & Papaioannou, 2018). Kalangan ekonom pasar bahkan menilai skema ini berpotensi meredam gejolak imbal hasil SBN di tengah tren kenaikan biaya pinjaman pemerintah.

Namun, efektivitas kebijakan ini tidak dapat dilepaskan dari konsekuensi lain yang sifatnya lebih struktural. Ketika porsi pembelian SBN oleh bank sentral melalui debt switch terus membesar, muncul risiko persepsi pasar bahwa pembiayaan fiskal pemerintah semakin bergantung pada dukungan otoritas moneter, sebuah kekhawatiran yang secara konseptual berkaitan dengan literatur fiscal dominance, yaitu kondisi ketika kebijakan moneter turut terkendala oleh kebutuhan pembiayaan fiskal pemerintah (Yellen, 2026; Adrian dkk., 2022). Bank for International Settlements bahkan mencatat bahwa pembelian obligasi pemerintah dalam skala besar oleh bank sentral berisiko menimbulkan persepsi bahwa keputusan kebijakan moneter dipengaruhi oleh eksposur bank sentral terhadap utang berdaulat, yang pada gilirannya dapat melemahkan jangkar ekspektasi inflasi (Bank for International Settlements, 2026). Kekhawatiran serupa juga muncul di level domestic, dimana Kepala Ekonom Bank Permata, Josua Pardede, mengingatkan bahwa risiko pasar

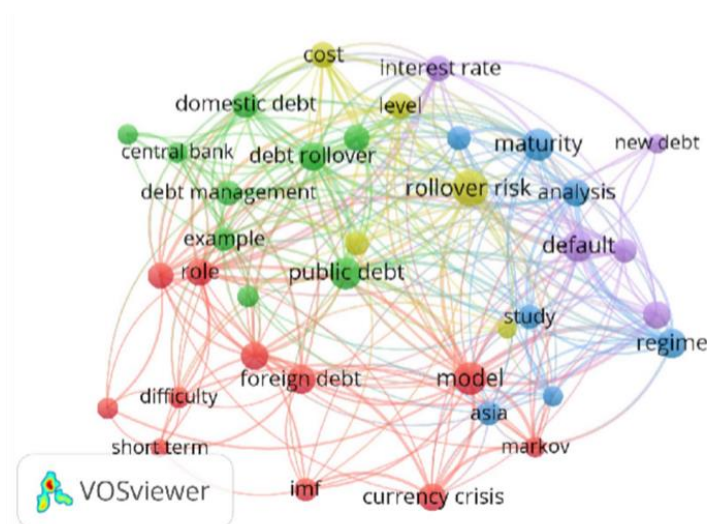
dapat timbul apabila debt switching dijalankan secara agresif tanpa kerangka dan komunikasi kebijakan yang jelas.

Dengan mempertimbangkan kedua sisi tersebut, bilateral debt switching dapat dipandang sebagai instrumen liability management yang secara teknis efektif memperbaiki struktur jatuh tempo utang pemerintah, tetapi keberlanjutannya sangat bergantung pada tiga syarat, yaitu batasan dan tujuan kebijakan yang jelas, transparansi komunikasi kepada pasar, serta evaluasi berkala agar instrumen ini tetap berfungsi sebagai alat manajemen risiko dan tidak bergeser menjadi solusi struktural untuk menutup defisit anggaran. Dengan kata lain, manfaat pengurangan risiko refinancing yang diperoleh pemerintah melalui bilateral debt switching perlu terus ditimbang terhadap potensi biaya kredibilitas kebijakan fiskal-moneter dalam jangka panjang, sebagaimana akan ditegaskan kembali pada bagian analisis selanjutnya dari penelitian ini.

4.4 Pemetaan Literatur Mengenai Debt Switching Indonesia Menggunakan Analisis Bibliometrik VOSviewer

Analisis bibliometrik menggunakan perangkat lunak VOSviewer dilakukan untuk mengidentifikasi perkembangan kajian mengenai debt switching Indonesia serta melihat keterkaitan tema yang berkembang dalam penelitian terdahulu. Pemetaan literatur dilakukan menggunakan pendekatan co occurrence analysis dengan menganalisis kemunculan dan hubungan antar istilah dalam publikasi ilmiah yang diperoleh melalui pencarian dengan kata kunci debt switching Indonesia. Pendekatan bibliometrik digunakan untuk memberikan gambaran mengenai struktur pengetahuan, kecenderungan topik penelitian, serta hubungan antar konsep yang berkembang dalam kajian pengelolaan utang pemerintah.

Hasil visualisasi jaringan pada Gambar 4 menunjukkan bahwa penelitian mengenai debt switching Indonesia memiliki keterkaitan dengan beberapa tema utama, yaitu debt management, public debt, sovereign debt, debt rollover, rollover risk analysis, dan maturity. Keterhubungan antar istilah tersebut menunjukkan bahwa kajian mengenai debt switching tidak hanya membahas mekanisme pertukaran instrumen utang, tetapi juga berkaitan dengan strategi pengelolaan portofolio utang pemerintah dalam mengendalikan risiko pembiayaan kembali.



Gambar 4. Pemetaan Literatur Debt Switching Indonesia Menggunakan VOSviewer

Sumber: Hasil Pengolahan Data Menggunakan Vosviewer, Diolah Penulis (2026)

Berdasarkan hasil pemetaan, istilah debt management menjadi salah satu tema yang memiliki keterkaitan kuat dengan debt switching. Hal tersebut menunjukkan bahwa mekanisme pertukaran utang dipandang sebagai bagian dari strategi pengelolaan kewajiban pemerintah, terutama dalam mengatur struktur portofolio utang. Menurut Das dan Papaioannou (2012),

pengelolaan utang pemerintah tidak hanya bertujuan memperoleh pembiayaan dengan biaya rendah, tetapi juga mempertimbangkan risiko yang muncul akibat struktur jatuh tempo, perubahan kondisi pasar, dan kebutuhan menjaga keberlanjutan fiskal.

Keterkaitan antara debt switching dengan maturity menunjukkan bahwa salah satu tujuan utama mekanisme tersebut adalah melakukan penyesuaian terhadap profil jatuh tempo utang. Melalui proses pertukaran instrumen utang, pemerintah dapat mengurangi konsentrasi pembayaran pada periode tertentu dengan memperpanjang atau mengatur kembali struktur kewajiban yang dimiliki. Menurut Jonasson dan Papaioannou (2018), operasi debt switching merupakan bagian dari strategi liability management yang digunakan pemerintah untuk memperbaiki struktur jatuh tempo tanpa secara langsung mengurangi jumlah nominal utang.

Selain itu, munculnya istilah debt rollover dan rollover risk analysis menunjukkan bahwa penelitian mengenai debt switching memiliki hubungan erat dengan risiko pembiayaan kembali (refinancing risk). Risiko tersebut muncul ketika pemerintah harus melakukan pembayaran atau penerbitan kembali utang yang jatuh tempo dalam kondisi pasar yang kurang menguntungkan. Menurut Missale dkk. (2002), struktur utang dengan konsentrasi jatuh tempo yang tinggi dapat meningkatkan kerentanan pemerintah terhadap perubahan tingkat bunga dan kondisi pasar keuangan. Oleh karena itu, strategi pengelolaan jatuh tempo menjadi salah satu aspek penting dalam menjaga stabilitas pengelolaan utang pemerintah.

Hubungan antara public debt dan sovereign debt dalam hasil pemetaan menunjukkan bahwa kajian debt switching Indonesia berada dalam konteks pengelolaan utang pemerintah secara luas. Pengelolaan utang pemerintah tidak hanya dilihat berdasarkan besarnya jumlah kewajiban, tetapi juga berdasarkan kemampuan pemerintah dalam menjaga keseimbangan antara biaya pembiayaan dan risiko yang muncul dari struktur utang. Menurut Kementerian Keuangan Republik Indonesia (2025), strategi pengelolaan utang pemerintah diarahkan untuk menjaga keberlanjutan fiskal melalui pengendalian risiko portofolio, termasuk risiko jatuh tempo, risiko tingkat bunga, dan risiko nilai tukar.

Kemunculan istilah central bank dalam pemetaan literatur juga memiliki keterkaitan dengan konteks penelitian ini karena pelaksanaan bilateral debt switching melibatkan hubungan antara pemerintah dan Bank Indonesia. Koordinasi antara otoritas fiskal dan moneter menjadi aspek penting dalam pengelolaan Surat Berharga Negara (SBN), terutama ketika transaksi pertukaran utang dilakukan untuk mengatur kembali struktur kewajiban pemerintah. Menurut Bank Indonesia (2025), koordinasi kebijakan antara pemerintah dan bank sentral diperlukan untuk menjaga stabilitas pasar keuangan sekaligus mendukung efektivitas pengelolaan likuiditas.

Secara keseluruhan, hasil analisis bibliometrik menunjukkan bahwa kajian mengenai debt switching Indonesia berkembang pada tiga kelompok tema utama. Kelompok pertama berkaitan dengan strategi pengelolaan portofolio utang melalui konsep debt management dan liability management. Kelompok kedua berkaitan dengan pengendalian risiko pembiayaan kembali melalui pengaturan maturity profile, debt rollover, dan refinancing risk. Kelompok ketiga berkaitan dengan keberlanjutan fiskal melalui konsep public debt, sovereign debt, dan debt sustainability. Hasil pemetaan tersebut memperkuat posisi penelitian ini yang menganalisis bilateral debt switching sebagai salah satu strategi pemerintah Indonesia dalam mengelola risiko refinancing melalui optimalisasi struktur Surat Berharga Negara.

4.5 Benchmark Internasional Strategi Pengelolaan Utang Pemerintah

4.5.1 Filipina: Penguatan Liability Management di Negara Berkembang ASEAN

Hasil pengujian kebijakan dan penelusuran rekam jejak historis menemukan bahwa Filipina secara konsisten mengeksekusi operasi liability management menggunakan instrumen bond exchange (penukaran obligasi), yang secara empiris terbukti mampu mengelola kembali struktur utang dan menekan risiko tekanan jatuh tempo secara signifikan. Namun, analisis ini tidak menemukan adanya indikasi bahwa operasi tersebut dirancang untuk mereduksi volume utang secara nominal; fokus utama yang ditemukan murni pada perbaikan profil maturitas.

Sebuah temuan yang tidak diharapkan adalah bahwa manuver restrukturisasi utang ini tidak hanya direspons positif oleh pasar, tetapi juga memfasilitasi penurunan volatilitas suku bunga dalam jangka panjang tanpa mendistorsi fungsi penyerapan dana publik. Temuan ini sangat konsisten dengan berbagai literatur manajemen utang publik yang menegaskan bahwa negara berkembang dapat mengoptimalkan ruang liabilitas untuk fleksibilitas fiskal. Secara personal, justifikasi atas efektivitas langkah Filipina terletak pada prinsip optimalisasi nilai bersih masa kini (net present value) yang memastikan beban utang masa depan tidak mencekik kapasitas fiskal tahunan (Zvirblis & Buracas, 2014).

Interpretasi alternatif yang memungkinkan adalah bahwa keberhasilan Filipina juga dikatalisasi oleh stabilitas makroekonomi yang menopang kepercayaan investor institusional terhadap penukaran obligasi tersebut, bukan semata-mata karena instrumennya. Meskipun batasan dari observasi ini adalah spesifiknya struktur kredit Filipina pada saat restrukturisasi, interpretasi ini memberi pemahaman baru bahwa utang, jika dikelola secara dinamis, dapat berfungsi secara adaptif sebagai bantalan pelindung (hedging) fiskal. Generalisasi temuan ini cukup valid diterapkan pada sesama negara berkembang di ASEAN, sehingga memberikan pembelajaran esensial: peningkatan fleksibilitas fiskal tidak menuntut pengorbanan atas fungsi utang sebagai sumber pembiayaan utama pembangunan nasional.

4.5.2 Malaysia: Pengelolaan Pasar Obligasi Domestik

Observasi terhadap manajemen utang Malaysia menguraikan secara komprehensif bagaimana penguatan ekosistem pasar obligasi pemerintah domestik berhasil menciptakan diversifikasi investor yang luas dan menyokong manajemen jatuh tempo. Apa yang tidak ditemukan dalam strategi Malaysia adalah eksposur yang berlebihan pada pembiayaan bervaluta asing, yang sering kali menjadi titik lemah fundamental di negara berkembang. Meski begitu, terdapat temuan anomali yang perlu disorot yaitu tingginya agregasi obligasi pemerintah di neraca perbankan domestik pada skala tertentu justru memicu dampak negatif berupa efek crowding out, yakni fenomena di mana masifnya instrumen pemerintah dapat menghambat ekspansi kredit bagi sektor swasta (ResearchGate, 2026).

Temuan ini sejatinya konsisten dengan postulat mengenai batas ambang (threshold) toleransi intervensi pasar domestik. Oleh karena itu, justifikasi rasionalnya adalah bahwa pengelolaan pasar obligasi yang kuat wajib diimbangi oleh regulasi prudensial agar pendalaman pasar tidak mengkanibal likuiditas sektor riil. Validitas eksternal dari dinamika ini cukup kuat, terutama dalam mengukur kerentanan arsitektur pembiayaan internal; tetapi, generalisasi terhadap negara berpendapatan rendah mungkin terbatas akibat disparitas kapasitas tabungan domestik. Pelajaran kebijakan yang esensial dari Malaysia menegaskan bahwa ketahanan pasar obligasi domestik merupakan instrumen peredam guncangan eksternal yang tangguh, asalkan otoritas menjaga keseimbangan ekosistem antara kredit korporat dan pembiayaan negara.

4.5.3 Meksiko: Keseimbangan Biaya dan Risiko dalam Pengelolaan Utang

Analisis terhadap restrukturisasi utang Meksiko merinci transisi pengelolaan risiko portofolio melalui strategi debt exchange dan perpanjangan rentang waktu jatuh tempo. Temuan kuncinya adalah terjadinya re-profiling sukses dari utang berdenominasi valuta asing berjangka pendek menjadi utang berdenominasi mata uang lokal dengan maturitas panjang. Berbeda dengan ekspektasi awam, analisis ini tidak menemukan adanya efisiensi biaya yang langsung terjadi seketika setelah restrukturisasi; sebaliknya, hal tak terduga yang dijumpai adalah munculnya kurva beban bunga yang lebih tinggi pada tahap awal akibat kompensasi premi risiko yang harus dibayarkan kepada investor.

Realitas ini konsisten dengan literatur keuangan publik yang menguraikan adanya trade-off abadi antara biaya dan risiko dalam portofolio utang negara (IMF, 1995). Justifikasi dari fenomena ini adalah bahwa pemerintah rasional akan memilih menukar biaya bunga yang lebih tinggi demi menghindari risiko krisis likuiditas sistemik saat pelunasan. Batasan penelitian dari kasus ini

dipengaruhi oleh tingginya fluktuasi iklim suku bunga global yang mendistorsi kemiringan kurva imbal hasil pada masa itu. Kendati demikian, temuan ini memberikan kontribusi signifikan terhadap manajemen risiko, mengisyaratkan bahwa strategi perpanjangan jatuh tempo merupakan langkah asuransi protektif jangka panjang bagi portofolio utang. Pembelajarannya konklusif: perpanjangan jatuh tempo krusial untuk mitigasi risiko pelunasan, tetapi menuntut pengorbanan berupa alokasi ruang fiskal untuk menutup lonjakan beban bunga.

4.6 Implikasi Kebijakan Pengelolaan Utang Pemerintah Indonesia

Berdasarkan sintesis kajian literatur dan pengujian empiris terhadap praktik terbaik di negara berkembang (emerging markets), penelitian ini mengonstruksi kontribusi pemahaman baru bagi arsitektur kebijakan di Indonesia. Hasil dan pembahasan dari implikasi kebijakan ini tidak sekadar memberikan rekomendasi teknis, tetapi juga membongkar lapisan filosofis dari manajemen risiko fiskal. Berikut adalah penjabaran terperinci untuk masing-masing implikasi:

4.6.1 Pergeseran dari Pendekatan Berbasis Jumlah ke Pendekatan Portofolio

Analisis terhadap struktur pembiayaan menunjukkan bahwa rendahnya rasio utang terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) tidak selalu mencerminkan tingkat ketahanan fiskal yang tinggi. Kondisi fiskal suatu negara tidak hanya ditentukan oleh besarnya akumulasi utang, tetapi juga dipengaruhi oleh karakteristik portofolio utang, seperti komposisi mata uang, struktur jatuh tempo, serta basis investor yang menopang pembiayaan pemerintah. Negara dengan rasio utang yang relatif rendah tetap dapat menghadapi tekanan fiskal apabila memiliki tingkat currency mismatch dan maturity mismatch yang tinggi, terutama ketika terjadi perubahan kondisi pasar keuangan global.

Temuan tersebut sejalan dengan pandangan World Bank dan IMF (2014) yang menekankan bahwa kerentanan pengelolaan utang publik modern tidak hanya berasal dari besarnya nilai nominal utang, tetapi juga dari risiko yang melekat pada struktur portofolionya. Oleh karena itu, evaluasi pengelolaan utang pemerintah perlu memperluas indikator pengukuran dari sekadar rasio utang terhadap PDB dan batas defisit fiskal menuju pendekatan berbasis risiko (risk-based debt management). Pendekatan tersebut mencakup pengawasan terhadap struktur jatuh tempo, komposisi instrumen pembiayaan, risiko pasar, serta perkembangan biaya pembiayaan pemerintah.

Dalam konteks Indonesia, pendekatan pengelolaan utang berbasis portofolio menjadi semakin penting karena peningkatan kebutuhan pembiayaan perlu diimbangi dengan kemampuan pemerintah dalam mengendalikan risiko pembiayaan kembali (refinancing risk). Meskipun rasio utang Indonesia masih berada dalam tingkat yang dapat dikelola, konsentrasi jatuh tempo pada periode tertentu tetap berpotensi meningkatkan tekanan pembiayaan apabila kondisi pasar tidak mendukung. Oleh karena itu, strategi pengelolaan utang tidak hanya diarahkan pada pengendalian jumlah utang, tetapi juga pada optimalisasi struktur kewajiban melalui instrumen liability management.

Salah satu pendekatan yang dapat digunakan dalam kerangka tersebut adalah debt switching, yaitu mekanisme pengelolaan portofolio yang memungkinkan pemerintah melakukan penyesuaian struktur jatuh tempo tanpa harus mengurangi nilai nominal utang secara langsung. Melalui mekanisme ini, pemerintah dapat mengurangi konsentrasi kewajiban pada periode tertentu dan meningkatkan fleksibilitas dalam mengelola kebutuhan pembiayaan. Namun demikian, efektivitas strategi tersebut tetap bergantung pada kedalaman pasar keuangan domestik, kredibilitas kebijakan fiskal, serta koordinasi antara otoritas fiskal dan moneter.

Dengan demikian, paradigma pengelolaan utang perlu bergeser dari pendekatan yang hanya berfokus pada pertanyaan mengenai besarnya utang menuju pendekatan yang menilai bagaimana utang tersebut dikelola dan distrukturkan. Pergeseran perspektif ini memberikan implikasi bahwa keberhasilan pengelolaan utang pemerintah tidak hanya diukur berdasarkan kemampuan mempertahankan rasio utang dalam batas tertentu, tetapi juga melalui kemampuan

pemerintah dalam menjaga keseimbangan antara biaya dan risiko portofolio utang. Penelitian lanjutan masih diperlukan untuk mengidentifikasi komposisi optimal antara instrumen domestik dan valuta asing yang mampu memberikan perlindungan terhadap guncangan ekonomi dengan tetap mempertahankan efisiensi biaya pembiayaan pemerintah.

4.6.2 Debt Switching sebagai Instrumen Mitigasi Risiko

Hasil penguraian statistik terhadap operasi pasar di beberapa negara menunjukkan bahwa debt switching (penukaran utang) terbukti secara signifikan memangkas penumpukan kewajiban di tahun-tahun tertentu (*maturity smoothing*). Apa yang ditemukan adalah perbaikan profil pembayaran yang instan, sementara yang tidak ditemukan adalah adanya reduksi nilai pokok utang secara keseluruhan dari operasi ini. Kendati demikian, terdapat temuan tak terduga yang sering luput dari perhitungan awam: eksekusi debt switching untuk menukar obligasi jangka pendek dengan jangka panjang hampir selalu memicu anomali berupa kurva kenaikan beban biaya bunga tahun berjalan yang lebih tajam sebagai bentuk premi risiko (*term premium*) kepada investor.

Fenomena ini selaras dan konsisten dengan literatur keuangan publik klasik yang mengemukakan adanya *trade-off* abadi antara biaya dan risiko dalam manajemen liabilitas (Zvirblis & Buracas, 2014). Justifikasi personal peneliti menegaskan bahwa kebijakan operasional ini adalah bentuk 'pembelian asuransi' oleh negara; Indonesia harus bersedia membayar biaya bunga yang sedikit lebih mahal hari ini demi menghindari risiko krisis likuiditas sistemik saat pelunasan besar-besaran tiba di masa depan. Interpretasi lain terhadap temuan ini adalah adanya potensi moral hazard, di mana pemerintah bisa saja terus menerus menggunakan debt switching semata-mata untuk menunda kewajiban pembayaran (gali lubang tutup lubang) tanpa disertai perbaikan disiplin fiskal.

Batasan dari penelitian terhadap operasi penukaran utang ini adalah tingginya ketergantungan pada kondisi likuiditas pasar sekunder pada saat eksekusi (*market timing*). Kendati terbatas oleh volatilitas pasar, temuan ini menyumbang pemahaman kritis bahwa utang bukanlah variabel statis yang hanya ditunggu masa jatuh temponya, melainkan instrumen dinamis yang dapat dibentuk ulang (*re-profiled*). Validitas eksternal atas kebijakan ini telah teruji kuat di bursa keuangan global, sehingga generalisasinya sah untuk diimplementasikan di pasar obligasi negara (SBN) Indonesia. Implikasi langsungnya, debt switching harus dieksekusi secara rutin sebagai bagian dari mitigasi risiko, bukan sebatas manuver darurat saat ada tekanan kas. Oleh karena itu, diperlukan studi empiris lanjutan guna memformulasikan model valuasi pasar yang tepat dalam menentukan instrumen SBN seri apa saja yang paling responsif dan efisien biayanya untuk ditukar dalam kondisi suku bunga tinggi (*hawkish*).

4.6.3 Penguatan Orkestrasi Koordinasi Fiskal dan Moneter dalam Manajemen Likuiditas

Hasil pengujian terhadap efektivitas penciptaan pasar obligasi domestik sebagaimana ditunjukkan oleh keberhasilan Malaysia menemukan bahwa kelancaran penyerapan instrumen utang, termasuk saat melakukan eksekusi debt switching seperti di Filipina dan Meksiko, sangat bergantung pada sinkronisasi ketersediaan likuiditas yang diatur oleh bank sentral. Temuan krusial dalam sintesis ini adalah bahwa arsitektur utang yang stabil selalu ditopang oleh sinyal kebijakan yang selaras antara otoritas fiskal dan moneter dalam membentuk ekspektasi kurva imbal hasil (*yield curve*) di pasar sekunder. Sebaliknya, apa yang tidak ditemukan dari ketiga benchmark tersebut adalah preseden keberhasilan *re-profiling* utang yang dilakukan secara terisolasi saat kebijakan moneter berjalan ke arah yang berlawanan (misalnya, fiskal melakukan ekspansi penerbitan besar-besaran ketika moneter tengah menyedot likuiditas ketat). Sebuah temuan yang tidak diharapkan muncul dari observasi ini adalah pengetatan moneter yang agresif ternyata tidak secara otomatis melumpuhkan permintaan atas surat utang negara, asalkan otoritas fiskal secara taktis memodifikasi instrumennya atau menyesuaikan timing lelang melalui koordinasi harian dengan bank sentral.

Diskursus ini sangat konsisten dengan literatur stabilitas makroekonomi yang menegaskan bahwa risiko utang pemerintah (sovereign risk) memiliki efek rambatan langsung terhadap stabilitas makro, di mana kurva beban pembiayaan sejatinya merupakan produk dari interaksi antara kebutuhan likuiditas fiskal dan ekspektasi inflasi yang dikendalikan otoritas moneter (Corsetti dkk., 2013). Justifikasi personal peneliti atas temuan ini bertumpu pada realitas bahwa Kementerian Keuangan dan Bank Indonesia pada dasarnya memperebutkan ceruk likuiditas di ekosistem pasar keuangan yang sama. Ekspansi penerbitan obligasi tanpa memperhatikan kalender operasi moneter hanya akan memicu kanibalisme likuiditas yang mengerek biaya dana negara secara artifisial. Namun demikian, terdapat interpretasi alternatif yang patut diwaspadai: tingkat koordinasi pasar yang dinilai terlampau erat oleh investor asing kerap dipersepsikan sebagai bentuk dominasi fiskal (fiscal dominance), di mana independensi bank sentral dianggap telah disubordinasi.

Meskipun batasan dari penelitian ini terbentur pada sulitnya menguantifikasi kedekatan koordinasi kelembagaan yang sering kali bersifat informal, interpretasinya tetap menyumbang pemahaman baru yang vital: pengelolaan biaya dan risiko utang tidak dapat sukses jika hanya dipandang sebagai fungsi perbendaharaan semata. Validitas eksternal dari dinamika ini teruji sangat kokoh di berbagai negara berkembang (emerging markets), sehingga generalisasinya mutlak relevan bagi desain tata kelola kelembagaan di Indonesia. Implikasi kebijakannya secara konkret menuntut pelembagaan komite manajemen likuiditas harian, sebuah forum teknis yang mempertemukan kalender penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) dengan operasi pasar terbuka Bank Indonesia guna mencegah benturan likuiditas. Pada akhirnya, kondisi kelembagaan ini memunculkan urgensi penelitian lanjutan untuk merumuskan model ekonometrika yang mampu mendeteksi ambang batas persepsi pasar sebelum sebuah koordinasi kebijakan berubah menjadi sentimen pelarian modal (capital outflow).

5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil kajian yang telah dilakukan, penelitian ini menunjukkan bahwa pengelolaan utang pemerintah Indonesia tidak dapat hanya dinilai berdasarkan besarnya rasio utang terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), tetapi juga harus mempertimbangkan kualitas struktur portofolio utang, terutama terkait risiko pembiayaan kembali (refinancing risk), profil jatuh tempo, risiko suku bunga, dan risiko nilai tukar. Peningkatan kebutuhan pembiayaan pemerintah akibat pembangunan nasional dan tekanan fiskal pascapandemi COVID-19 menunjukkan bahwa utang tetap memiliki peran penting sebagai instrumen kebijakan fiskal. Namun, peningkatan utang perlu diikuti dengan strategi pengelolaan yang mampu menjaga keseimbangan antara kebutuhan pembiayaan, biaya utang, dan keberlanjutan fiskal. Hasil analisis menunjukkan bahwa kesinambungan fiskal Indonesia masih dapat dipertahankan selama pemerintah mampu menjaga pertumbuhan ekonomi, memperkuat penerimaan negara, meningkatkan kualitas belanja publik, serta memastikan respons kebijakan fiskal tetap mampu mengendalikan peningkatan beban utang.

Dalam konteks pengelolaan risiko portofolio utang, bilateral debt switching dapat menjadi salah satu instrumen strategis dalam mengurangi tekanan refinancing melalui perbaikan struktur jatuh tempo Surat Berharga Negara (SBN). Mekanisme ini memungkinkan pemerintah melakukan penyesuaian kewajiban dengan menukar instrumen utang yang akan jatuh tempo dengan instrumen baru yang memiliki tenor lebih panjang, sehingga mampu mengurangi konsentrasi pembayaran pada periode tertentu tanpa mengurangi nilai nominal utang secara langsung. Meskipun demikian, bilateral debt switching bukan merupakan solusi untuk menghapus beban utang, melainkan instrumen liability management yang bertujuan mengoptimalkan struktur portofolio. Efektivitas kebijakan ini sangat bergantung pada koordinasi antara pemerintah dan Bank Indonesia, transparansi komunikasi kepada pasar, serta penerapan prinsip kehati-hatian agar instrumen tersebut tetap dipandang sebagai strategi pengelolaan risiko dan tidak menimbulkan persepsi ketergantungan pembiayaan fiskal terhadap otoritas moneter.

Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa arah pengelolaan utang pemerintah Indonesia perlu bergeser dari pendekatan yang berfokus pada jumlah utang menuju pendekatan berbasis pengelolaan risiko portofolio. Keberhasilan strategi pengelolaan utang tidak hanya ditentukan oleh kemampuan pemerintah menjaga rasio utang dalam batas aman, tetapi juga oleh kemampuan mengelola struktur jatuh tempo, menjaga kredibilitas fiskal, dan menghadapi berbagai risiko eksternal yang dapat memengaruhi biaya pembiayaan. Oleh karena itu, bilateral debt switching dapat menjadi bagian dari strategi pengelolaan utang jangka menengah dan panjang apabila diterapkan secara terukur, transparan, serta didukung oleh kebijakan fiskal yang berkelanjutan. Penelitian ini memiliki keterbatasan karena menggunakan pendekatan kajian literatur sehingga belum menguji dampak empiris kebijakan bilateral debt switching terhadap indikator risiko utang secara langsung. Penelitian selanjutnya dapat mengembangkan analisis dengan pendekatan kuantitatif menggunakan data portofolio utang pemerintah untuk mengukur efektivitas kebijakan tersebut terhadap biaya utang, risiko pembiayaan kembali, dan stabilitas fiskal.

DAFTAR PUSTAKA

- Afonso, A., Alves, J., Matvejevs, O., & Tkacevs, O. (2026). Impact of Sovereign Debt Maturity on Fiscal Sustainability. *International Journal of Finance and Economics*, 1–15. <https://doi.org/10.1002/ijfe.70193>
- Aguiar, M., Amador, M., Hopenhayn, H., & Werning, I. (2019). Take the short route: equilibrium default and debt maturity. *Econometrica*, 87(2), 423–462. <https://doi.org/10.3982/ECTA14806>
- Anugrahaeni, P. (2017). Kajian Ekonomi & Keuangan Analysis of Indonesian Sovereign Green Bond and Green Sukuk Initiatives. *Kajian Ekonomi Da Keuangan*, 1(1), 1–24.
- Bacchetta, P., Perazzi, E., & Wincoop, E. Van. (2017). Self-Fulfilling Debt Crises: What Can Monetary Policy Do? *Journal of International Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.11.004>
- Basorudin, M. (2019). Analisis Kesenambungan Fiskal Indonesia Pasca Krisis Ekonomi. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 17(December), 59–70.
- Bianchi, B. J., Hatchondo, J. C., & Martinez, L. (2018). International Reserves and Rollover Risk. *American Economic Review*, 108(9), 2629–2670.
- Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., P.Hageman, R., & Sartor, N. (n.d.). The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question.
- Blommestein, H. J., & Elmadag, M. E. (n.d.). OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Buyback and Exchange Operations : Policies , Procedures and Practices among OECD Public Debt Managers. 5.
- Bocola, B. L., & Dovis, A. (2019). Self-Fulfilling Debt Crises : A Quantitative Analysis. *American Economic Review*, 109(12), 4343–4377.
- Bohn, H. (1998). The behavior of U.S. Public Debt and Deficits. *Quarterly Journal of Economics*.
- Bousselmi, W., Peia, O., & Vranceanu, R. (2026). Journal of Economic Dynamics and Control Rollover and insolvency risk in sovereign debt pricing : An experimental study. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 185(February), 105295. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2026.105295>
- Broner, F. A., Lorenzoni, G., & Schmukler, S. L. (2013). Why Do Emerging Economies Borrow Short Term? *Journal of the European Economic Association*, 11, 67–100. <https://doi.org/10.1111/j.1542-4774.2012.01094.x>
- Budiantoro, R. A., Fauzi, A. S., & Rachman, M. A. (2026). Utang Pemerintah: Amankah Utang Indonesia Saat Ini? *Jurnal Oportunitas Ekonomi Pembangunan*, 5(1), 125–147. <https://doi.org/10.29303/oportunitas.v5i1.2892>
- Cahyadin, M., Sarmidi, T., Khalid, N., & Law, S. H. (2023). Public Debt and Budget Deficit Threshold Levels on New Fiscal Sustainability Indicator. *Jurnal Ilmu Ekonomi*, 12(1), 97–116.
- Chatterjee, B. S., & Eyigungor, B. (2012). Maturity , Indebtedness , and Default Risk. *American Economic Review*, 102(6), 2674–2699.
- Choirunnisah, H. (2017). Kesenambungan Fiskal dan Estimasi Fiscal Reaction Function Indonesia Tahun 1977-2017. *Indonesian Treasury Review*, 4(2019), 267–283.
- Cole, H. L., & Kehoe, T. J. (2000). Self-Fulfilling Debt Crises. *Review of Economic Studies*, 67, 91–116.
- Corsetti, G., Kuester, K., Gernot, J. M., Bornhorst, F., Bouakez, H., Fatas, A., Lane, P., Laubach, T., & Leigh, D. (2013). Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability Non-financial Corporates. *The Economic Journal*, 123(2005). <https://doi.org/10.1111/econj.12013>

- Darmawan, R., Jenderal, I., Keuangan, K., Putra, H. H., Jenderal, I., Keuangan, K., Fridayanto, R., Jenderal, I., & Keuangan, K. (2022). Predicting Indonesia Sovereign Debt Management's Risk Occurrence Using Machine Learning Algorithms. *Jurnal Info Artha*, 6(1), 13–30.
- David, Hendartono Kurniawan, A., & Sitanggang Martua, O. (2026). Macroeconomic Determinants of Fiscal Risk in Indonesia. *Indonesian Corruption Watch*, 11(1), 44–54.
- Debortoli, D., Nunes, R., & Yared, P. (2016). Optimal Time-Consistent Government Debt Maturity. *The Quarterly Journal of Economics*, 1–54.
- Dwiputrianti, S., Ardian Putra, B., & Kadelbach, V. (2025). Actionable Insights of Policy on Debt Management Units for Effective Regional Bond and Business Environment: Comparative Study of Indonesia and Mexico. *Jurnal Bina Praja*, 17(1), 103–119.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2023). Yet it Endures : The Persistence of Original Sin. In *Open Economies Review* (Vol. 34, Issue 1). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s11079-022-09704-3>
- Elisabeth, P., & Sugiyanto, F. (2021). Analisis Pengaruh Defisit Anggaran, Belanja Pemerintah Pusat, dan Utang Pemerintah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia Tahun 1990-2019. *Diponegoro Journal of Economics*, 10, 184–207.
- End, J. W. Van Den. (2025). Effects of QE on sovereign bond spreads through the safe asset channel. February 2024, 1143–1162. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2958>
- Fadila, A., Gumanti Ary, T., & Handriani Eka, J. S. (2026). Threshold Effects Of Foreign Holdings On ASEAN Sovereign Bond Yields. *Indonesian Treasury Review*, 11(2), 99–111.
- Graeve, F. De, & Mazzolini, G. (2023). The maturity composition of government debt : A comprehensive. *European Economic Review*, 154(April 2020), 104438. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2023.104438>
- Greenium, T. H. E., Rethinking, I., Across, G., & Markets, S. (2026). The Greenium Illusion ? Rethinking Greenium Across Borders, Bonds, and Sukuk Markets. *Indonesian Treasury Review*, 11(2), 140–151.
- Greenwood, R., Hanson, S. G., & Stein, J. C. (2015). A Comparative-Advantage Approach to Government Debt Maturity. *The Journal of Finance*, LXX(4). <https://doi.org/10.1111/jofi.12253>
- Hadi, I., Ismal, R., & Handayani, D. (2019). Kajian Ekonomi & Keuangan Apa yang Mempengaruhi Investor Sukuk Negara dalam Menentukan Liquidity Premium ? Kajian Ekonomi Dan Keuangan.
- Hariyanto, E. (2006). Efek dan Dampak Kebijakan Debt Switching Terhadap Keuangan Negara. *Jurnal Kebijakan Administrasi Dan Administrasi Publik*, 10(1), 65–96.
- Hatchondo, J. C., Martinez, L., & Padilla Sosa, C. (2010). Debt Dilution and Sovereign Default Risk. *Journal of Political Economy*, 124(5).
- Hauer, D. (2009). Public debt and financial development. *Journal of Development Economics*, 88(1), 171–183. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.02.004>
- He, Z., & Xiong, W. E. I. (2012). Rollover Risk and Credit Risk. *The Journal of Finance*, LXVII(2).
- Ikhsan, M. (2021). Fiscal Sustainability in Indonesia with Asymmetry. *Economics and Finance in Indonesia*, 67(1).
- IMF. (2014). Revised Guidelines for Public Debt Management.
- Kaila, K. S., & Pribadi, Y. (2020). Does Cash Waqf Linked Sukuk Sustain for State Budget Financing After the Covid-19 Pandemic ? *Jurnal Manajemen Keuangan Publik*, 9(2), 96–113.
- Khadziq, M., & Witono, B. (2026). Content Analysis on Fiscal Sustainability and Government Debt Management in Relation to Legal Regulations. *Jurnal Economic Resources*, 9(1), 1147–1158.
- Kiiashko, S. (n.d.). Optimal Time-Consistent Government Debt Maturity, Fiscal Policy, and Default. *Journal of the European Economic Association*, 20(5), 2062–2097. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvac024>
- Kunvoro, H. (2011). The Indonesias state budget sustainability and its implication for financial system stability. *Romanian Journal of Fiscal Policy (RJFP)*, 2(1), 36–53.
- Kusuma, E. P., Soebagiyo, D., & Hasmarini, M. I. (2025). Analisis Utang Pemerintah terhadap Kebijakan Fiskal di Indonesia 2014-2023. *Center of Economic Student Journal*, 8(1), 307–317.
- Leonardo, D., & Thomas, F. (2024). State Finance and Public Policies Fiscal Sustainability Analysis in Managing State Debt. *Indonesian Treasury Review*, 9(1), 1–11.
- Levine R., and M. C. (2004). Finance and Growth: New Evidence and Policy Analysis for Chile. 18(1829), 65–94.
- Lindgren, J. (2021). Examination of Interest-Growth Differentials and the Risk of Sovereign Insolvency. *Risks*.
- Lorenzoni, B. G., & Werning, I. (2019). Slow Moving Debt Crises. *American Economic Review*, 109(9), 3229–3263.
- Maria, Y., & Mudayen, V. (2017). The Impact of Government ' s Foreign Debt on Fiscal Sustainability of Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 746–751.

- Missale, A., Giavazzi, F., & Benigno, P. (2002). How is the Debt Managed ? Learning from Fiscal Stabilizations. *Scandinavian Journal of Economics*, 104(3), 443–469.
- Mubarak, F., Wulandya, S. A., Seran, K., & Soleh, A. M. (2017). Pemodelan Tingkat Suku Bunga Surat Perbendaharaan Negara 3 Bulan Interest Rate Model of 3-Month Treasury Bill. *Kajian Ekonomi Dan Keuangan*, 1(3).
- Mufid, H. A., & Widyawati, D. (2025). Fiscal Sustainability and Country Risk Profile : Empirical Evidence in Indonesia. *Jurnal Ilmu Ekonomi*, 14(1), 163–178.
- Muktiyanto, I., & Aulia, M. (2019). Determinan Tingkat Imbal Hasil (Yield) Surat Berharga Negara (SBN) Domestik. *Kajian Ekonomi Dan Keuangan*, 3(2).
- Navarro, M. (2023). Reducing the Philippines Exposure to nterest Rate Volatility.
- Niepelt, D. (2014). Debt maturity without commitment. *Journal of Monetary Economics*, 68, S37–S54. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.08.006>
- Noh, L. (2019). Increasing Public Debt and the Role of Central Bank Independence for Debt Maturities. *European Economic Review*. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2019.07.007>
- OECD. (2026). Global Debt Report 2026.
- Ogbeifun, L., & Shobande, O. (2020). Debt sustainability and the fiscal reaction function : evidence from MIST countries. *Future Business Journal*, 6(1), 1–8. <https://doi.org/10.1186/s43093-020-00037-6>
- Papaioannou, M. (n.d.). A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks.
- Papaioannou, M. G. (2014). Sovereign debt portfolios : risks and liability management operations. *Journal of the Asia Pacific Economy*, October. <https://doi.org/10.1080/13547860.2011.589626>
- Papaioannou, M. G., & Trebesch, C. (2012). Restructuring Sovereign Debt : Lessons from Recent History.
- Perez, D. J. (2017). Sovereign Debt Maturity Structure Under Asymmetric. *Journal of International Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.05.007>
- Pratama, R. H. (2017). Analisis Perbandingan Portofolio Utang Pemerintah Indonesia Dalam Risiko Pembiayaan Defisit. *Jurnal Manajemen Keuangan Publik*, 1(2), 11–26.
- Ramadhan, G., & Simanjuntak, R. A. (2007). Jurnal Ekonomi dan Pembangunan Indonesia Dinamika Utang Pemerintah dan Kesenambungan Fiskal di Indonesia Periode 1980-2005 : Suatu Uji Perbandingan Tiga Pendekatan. *Jurnal Ekonomi Dan Pembangunan Indonesia*, 8(1), 1–30. <https://doi.org/10.7454/jepi.v8i1.2226>
- RI, K. K. (2023). Indonesian Treasury Review The Greenium Illusion ? Rethinking Greenium Across Borders (pp. 1–23).
- RI, K. K. (2025). Nota Keuangan 2025.
- Roch, F., & Uhlig, H. (2018). The dynamics of sovereign debt crises and bailouts. *Journal of International Economics*, 114, 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.05.002>
- Rusdiyantoro, I., & Simanjuntak, R. A. (2022). Kesenambungan Fiskal Indonesia Pada Masa Pandemi Covid-19. *Jurnal Pajak Dan Keuangan Negara*, 20–29.
- Rutkauskas Vytautas, A., Stasytytė, V., & Maknickienė, N. (2013). Government Debt As The Integral Portfolio Of Assets And Liabilities Generated By Debt. *Journal of Business Economics and Management*, 15(1), 22–40. <https://doi.org/10.3846/16111699.2013.815129>
- Saharani, K. D., Ardiani, D., & Nurcahya, W. F. (2025). Strategi pembiayaan apbn dalam menghadapi ketidakpastian perekonomian global. *Journal of Law, Administration, and Social Science*, 4(5), 821–834.
- Salahudin, M., Ayyubi, A., Mahardika, P., & Saputra, A. (2021). Indonesian government ' s primary balance and debt. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 24(1), 133–152.
- Samsul, E. M., & Indriani, A. (2021). Kebijakan Fiskal dan Moneter Indonesia serta Pengaruhnya terhadap Pasar Domestik di masa Pandemi COVID-19. *Jurnal Accounting Information System*, 4(2), 46–57.
- Wiasanto, D. D. (2018). Evaluasi Penerapan Manajemen Risiko Pada Strategi Pengelolaan Utang Pemerintah Indonesia Periode 2005-2014. *Indonesian Treasury Review*.
- Willems, T., & Zettelmeyer, J. (2022). Sovereign Debt Sustainability and Central Bank Credibility. *Annual Review of Financial Economics*, 75–93.
- Windoro, M. A., Resmana, A., & Puspita, I. (2025). Domestic Public Debt , Gross Domestic Product , And The Crowding-Out Effect. *Indonesian Treasury Review*, 10(4), 450–463.
- Zwalf, S., & Scott, R. (2022). Article Public Debt : What Measures Should We Use ? A Case Study of Public Debt in Mid - and Post - pandemic Australia and Its Economic , Policy and Social Consequences. *The Australian Economic Review*, 55(4), 441–460. <https://doi.org/10.1111/1467-8462.12482>