

# Ketahanan fiskal di era ketidakpastian global: strategi buffer, pembiayaan inovatif, dan risiko crowding-out

Oleh Rudy C Tarumingkeng



*Rudy C Tarumingkeng* : *Ketahanan Fiskal di Era Ketidakpastian  
Global: Strategi Buffer, Pembiayaan Inovatif, dan Risiko Crowding-Out*

Oleh:

[Prof Ir Rudy C Tarumingkeng, PhD](#)

Professor of Management NUP: 9903252922

Rektor, Universitas Cenderawasih, Papua (1978-1988, dan  
Rektor, Kampus AGRO Manokwari sekarang Universitas Papua Manokwari)

Coordinator, CIDA/DIKTI SFU Burnaby BC Canada 1988-1991

Rektor, Universitas Kristen Krida Wacana, Jakarta (1991-2000)

Ketua Dewan Guru Besar, IPB-University, Bogor (2005-2006)

AI - Data Analyst, dan Ketua Senat Akademik, IBM-ASMI, Jakarta 2024-

---

© RudyCT Academic Series

[rudyc75@gmail.com](mailto:rudyc75@gmail.com)

29 Februari 2026

## **KETAHANAN FISKAL DI ERA KETIDAKPASTIAN GLOBAL: STRATEGI BUFFER, PEMBIAYAAN INOVATIF, DAN RISIKO CROWDING-OUT**

Ketahanan fiskal pada dasarnya adalah kemampuan negara untuk tetap menjalankan fungsi pokoknya—menjaga stabilitas makroekonomi, melindungi kelompok rentan, membiayai pelayanan publik, dan mempertahankan investasi pembangunan—tanpa terjerumus ke dalam spiral defisit, lonjakan biaya utang, atau hilangnya kepercayaan pasar ketika dunia mengalami guncangan. Dalam dekade terakhir, makna ketahanan fiskal berubah. Dulu, persoalannya terutama berkisar pada disiplin anggaran dan batas defisit. Kini, persoalannya jauh lebih kompleks: perang dagang, fragmentasi geopolitik, volatilitas pasar keuangan, suku bunga yang lebih tinggi, gangguan rantai pasok, perubahan iklim, penurunan bantuan luar negeri, sampai ancaman siber, semuanya berpotensi menekan penerimaan negara sekaligus menaikkan kebutuhan belanja publik. IMF menegaskan bahwa ketidakpastian kebijakan, tarif, volatilitas pasar, dan meningkatnya tekanan belanja telah memperburuk prospek fiskal global; sementara Bank Dunia menilai pertumbuhan dunia tetap rentan karena eskalasi friksi dagang, sentimen pasar, dan kerentanan fiskal. ([IMF](#))

Dalam konteks itu, ketahanan fiskal tidak boleh dipahami secara sempit sebagai “hemat anggaran”. Ketahanan fiskal justru merupakan kapasitas adaptif: negara harus sanggup berhemat ketika perlu, tetapi juga mampu berekspansi secara terukur saat krisis. Negara harus dapat

menahan guncangan jangka pendek tanpa mengorbankan agenda transformasi jangka panjang. Karena itu, tiga kata kunci menjadi sentral. Pertama, **buffer**, yaitu cadangan ruang fiskal dan kelembagaan yang memungkinkan respons cepat terhadap krisis. Kedua, **pembiayaan inovatif**, yaitu upaya memperluas sumber pembiayaan di luar pola tradisional pajak–utang konvensional. Ketiga, **risiko crowding-out**, yaitu bahaya ketika pembiayaan negara yang terlalu dominan justru menyedot likuiditas, menaikkan suku bunga, dan menekan investasi swasta yang sesungguhnya dibutuhkan untuk pertumbuhan. IMF bahkan menunjukkan bahwa kenaikan ketidakpastian geoekonomi berkaitan dengan kenaikan *debt-at-risk* sekitar 3 poin persentase PDB dalam horizon tiga tahun. ([IMF](#))

### 1. Lanskap global yang membuat fiskal makin rapuh

Dunia pascapandemi ternyata tidak kembali ke “normal” lama. Yang muncul justru suatu rezim baru: pertumbuhan lebih rendah, biaya pembiayaan lebih tinggi, dan kejutan lebih sering. Dalam pembacaan Bank Dunia, ekonomi global memang masih menunjukkan daya tahan, tetapi negara-negara rentan tertinggal, dan pertumbuhan bisa melemah lebih jauh jika tensi dagang meningkat atau sentimen keuangan memburuk. Lembaga itu juga mengingatkan bahwa banyak negara berkembang masih dibatasi oleh biaya layanan utang yang tinggi dan menurunnya dukungan donor. Di saat yang sama, IMF pada Oktober 2025 memproyeksikan utang publik global akan melampaui 100 persen PDB pada 2029—level tertinggi sejak 1948—seraya menekankan bahwa lingkungan suku bunga kini sangat berbeda dibanding masa antara krisis keuangan global dan pandemi, ketika utang naik tetapi biaya bunga relatif jinak. ([World Bank](#))

Keadaan ini membuat kebijakan fiskal menghadapi dilema yang sangat nyata. Jika pemerintah menahan belanja terlalu keras, pertumbuhan dan perlindungan sosial dapat melemah. Namun jika pemerintah terlalu lama

mengandalkan defisit dan utang, biaya pendanaan meningkat, persepsi risiko memburuk, dan fleksibilitas kebijakan justru menyusut. Itulah sebabnya Bank Dunia menempatkan isu "rebuilding fiscal space" sebagai agenda pokok dan menilai aturan fiskal menjadi penting ketika guncangan global makin sering dan rasio utang negara berkembang berada pada tingkat historis tinggi. Tetapi aturan saja tidak cukup; yang diperlukan adalah kombinasi antara kredibilitas, fleksibilitas, dan institusi yang kuat. ([World Bank](#))

## **2. Apa yang dimaksud dengan buffer fiskal?**

Secara konseptual, buffer fiskal adalah ruang yang memungkinkan negara menyerap kejutan tanpa langsung kehilangan stabilitas. Buffer itu bisa berbentuk kas, cadangan likuiditas, ruang defisit yang masih aman, profil utang yang sehat, basis penerimaan yang kuat, mekanisme kontinjensi, atau aturan fiskal yang dipercaya publik. Dengan kata lain, buffer fiskal bukan hanya soal "berapa besar saldo di kas negara", melainkan keseluruhan desain yang membuat anggaran tahan guncang. Bank Dunia menekankan bahwa kebijakan fiskal yang sehat menciptakan buffer melalui penguatan manajemen keuangan publik, penganggaran jangka menengah, transparansi, dan akuntabilitas. IMF juga berulang kali menggarisbawahi perlunya kerangka fiskal jangka menengah yang kredibel untuk mengurangi utang sekaligus membangun buffer menghadapi kejutan. ([World Bank](#))

Buffer fiskal yang baik memiliki tiga sifat. Pertama, **likuid**, sehingga bisa digunakan cepat ketika krisis datang. Kedua, **terukur**, sehingga penggunaannya tidak menimbulkan kepanikan pasar. Ketiga, **replenishable**, artinya dapat diisi kembali pada masa normal. Ini penting karena banyak negara gagal bukan ketika menghadapi krisis pertama, melainkan ketika krisis kedua datang saat buffer belum pulih. Karena itu, strategi buffer yang benar selalu bersifat siklikal: dikumpulkan ketika situasi baik, digunakan ketika guncangan datang, lalu dipulihkan kembali

secara bertahap. Dalam bahasa kebijakan, inilah inti dari *countercyclical fiscal policy* yang disiplin namun tidak kaku. (IMF)

### 3. Strategi buffer di sisi penerimaan negara

Dimensi pertama ketahanan fiskal terletak pada penerimaan. Negara dengan basis penerimaan sempit biasanya sangat rapuh. Ketika harga komoditas jatuh, perdagangan melambat, atau permintaan domestik melemah, penerimaan langsung tertekan. Karena itu, strategi buffer pertama adalah **diversifikasi dan penguatan penerimaan**. Ini berarti memperluas basis pajak, meningkatkan kepatuhan, mengurangi *tax expenditure* yang tidak efektif, dan mengembangkan sumber pendapatan nonpajak yang lebih stabil. Bagi negara berkembang, agenda ini sering tidak spektakuler secara politik, tetapi justru paling menentukan dalam jangka menengah. IMF dan Bank Dunia sama-sama menekankan bahwa penguatan kerangka makro dan fiskal domestik adalah prasyarat untuk membangun ruang kebijakan yang berkelanjutan. (World Bank)

Dalam praktik, strategi ini dapat dibayangkan melalui narasi sederhana. Misalkan sebuah negara sangat bergantung pada penerimaan komoditas. Ketika harga komoditas tinggi, pemerintah tergoda memperluas belanja permanen—misalnya menambah subsidi universal, memperbesar birokrasi, atau memperluas program yang sulit ditarik kembali. Lalu ketika harga komoditas turun, defisit melebar dan utang naik. Pola ini berulang karena penerimaan siklikal diperlakukan seolah-olah permanen. Itulah sebabnya banyak literatur fiskal mendorong pemisahan antara penerimaan struktural dan penerimaan temporer. Untuk eksportir komoditas, dana stabilisasi atau *sovereign wealth fund* berbasis komoditas menjadi instrumen penting agar *windfall revenue* tidak langsung habis untuk konsumsi jangka pendek. (IMF)

### 4. Strategi buffer di sisi belanja: kualitas lebih penting daripada sekadar pemotongan

Buffer tidak dibangun hanya dengan menaikkan pajak atau menurunkan defisit secara mekanis. Buffer juga dibentuk melalui kualitas belanja. IMF pada Fiscal Monitor Oktober 2025 menekankan bahwa belanja publik yang efisien dan teralokasi dengan baik dapat mendorong pertumbuhan. Ini penting karena konsolidasi fiskal yang buruk sering kali memangkas belanja modal dan belanja sosial produktif, sementara belanja yang kurang efektif tetap bertahan. Hasilnya, angka defisit mungkin membaik, tetapi kapasitas pertumbuhan ekonomi justru melemah. Negara menjadi tampak "tertib" secara akuntansi, namun sesungguhnya makin rentan secara struktural. ([IMF](#))

Maka, strategi buffer belanja seharusnya mencakup empat hal. Pertama, **menjaga belanja prioritas** seperti perlindungan sosial yang terarah, kesehatan dasar, pendidikan, dan investasi publik bermutu. Kedua, **mengurangi belanja yang bocor dan kurang produktif**, termasuk subsidi yang tidak tepat sasaran. Ketiga, **membangun contingency appropriation** untuk keadaan darurat. Keempat, **menggunakan kerangka belanja jangka menengah** agar keputusan tahunan tidak bersifat ad hoc. Bank Dunia menyebut *medium-term budgeting* sebagai bagian penting dari penguatan buffer, karena dengan horizon menengah pemerintah dapat menyeimbangkan kebutuhan stabilisasi jangka pendek dengan komitmen pembangunan jangka panjang. ([World Bank](#))

### **5. Buffer kelembagaan: aturan fiskal, kerangka jangka menengah, dan kredibilitas**

Di atas penerimaan dan belanja, ada lapisan yang sering lebih menentukan: kelembagaan. Dua negara bisa memiliki rasio utang yang sama, tetapi dipersepsikan pasar sangat berbeda karena kualitas institusi, transparansi, dan kredibilitas kebijakannya berbeda. Bank Dunia menegaskan bahwa aturan fiskal dapat membantu memperbaiki saldo anggaran hingga jangka menengah dan panjang, terutama bila

institusinya kuat dan kondisi penerapannya mendukung. Tetapi aturan fiskal yang terlalu kaku tanpa *escape clause* juga berbahaya, sebab dapat memaksa pemerintah pro-siklikal saat krisis. Karena itu, desain yang tepat bukanlah aturan yang keras secara simbolik, melainkan aturan yang jelas, kredibel, dan memiliki mekanisme pengecualian yang transparan. ([World Bank](#))

Dalam konteks negara berkembang, kerangka fiskal jangka menengah berfungsi seperti kompas. Ia memberi sinyal kepada pasar bahwa ekspansi hari ini bukan tanda kehilangan disiplin, melainkan bagian dari strategi yang punya jalur kembali ke keberlanjutan. IMF berkali-kali menekankan penyesuaian bertahap dalam kerangka jangka menengah yang kredibel. Dalam praktik, ini berarti pemerintah menjelaskan: berapa target defisit beberapa tahun ke depan, bagaimana struktur pembiayaannya, berapa batas risiko suku bunga dan nilai tukar, serta program prioritas apa yang tetap dipertahankan. Ketika arah ini jelas, volatilitas persepsi pasar cenderung menurun. ([IMF](#))

## **6. Buffer pembiayaan: profil utang lebih penting daripada sekadar jumlah utang**

Sering kali perdebatan fiskal terfokus pada rasio utang terhadap PDB. Padahal ketahanan fiskal juga sangat ditentukan oleh **komposisi** utang: mata uang, tenor, suku bunga, basis investor, dan jadwal jatuh tempo. Negara dengan rasio utang moderat tetapi dominan berdenominasi valas dan berjangka pendek dapat lebih rentan dibanding negara dengan rasio utang lebih tinggi tetapi sebagian besar dalam mata uang domestik, berbunga tetap, dan tenor panjang. Karena itu, *debt management strategy* adalah bagian inti dari strategi buffer. Pedoman IMF–Bank Dunia tentang strategi pengelolaan utang jangka menengah menekankan pentingnya menyeimbangkan biaya dan risiko, termasuk risiko refinancing, risiko suku bunga, dan risiko nilai tukar. ([IMF](#))



Indonesia memberi contoh menarik mengenai pendekatan ini. Dalam *medium-term debt management strategy 2025–2029*, target kuantitatif pemerintah antara lain menetapkan penerbitan utang baru dalam rupiah minimal 70 persen, suku bunga tetap minimal 80 persen, tenor menengah-panjang lebih dari 3 tahun minimal 65 persen, rasio utang terhadap PDB sekitar 40 persen, dan pembayaran bunga sekitar 3 persen PDB. Strategi semacam ini menunjukkan bahwa buffer fiskal tidak hanya dibangun lewat besar-kecilnya defisit, tetapi juga lewat rekayasa profil risiko pembiayaan.

## 7. Mengapa pembiayaan inovatif menjadi semakin penting?

Masalah terbesar banyak negara saat ini bukan sekadar kekurangan ide kebijakan, melainkan keterbatasan kapasitas fiskal untuk membiayainya. Kebutuhan investasi untuk infrastruktur, transisi energi, adaptasi iklim, perlindungan sosial, dan transformasi digital jauh melampaui kemampuan APBN/APBD konvensional. OECD menilai bahwa pembiayaan swasta harus mengisi sebagian besar kesenjangan investasi di negara berkembang, sementara Bank Dunia menekankan pentingnya mobilisasi modal swasta, solusi *derisking*, dan pengembangan pasar modal domestik. Artinya, pembiayaan inovatif bukan aksesori; ia telah menjadi bagian dari arsitektur fiskal modern. (OECD)

Namun pembiayaan inovatif bukan berarti “utang dengan nama baru”. Intinya adalah mendesain instrumen yang lebih cocok dengan jenis risiko, horizon proyek, dan profil investor. Kadang artinya memperluas basis investor. Kadang artinya mengalihkan sebagian risiko ke pihak yang lebih mampu menanggungnya. Kadang artinya menghubungkan biaya pembiayaan dengan tujuan kinerja atau keberlanjutan. Kadang pula artinya memanfaatkan dukungan penjaminan atau *blended finance* agar proyek yang semula tidak *bankable* menjadi layak dibiayai. Dengan kata lain, inovasi pembiayaan adalah upaya memperbaiki *matching* antara kebutuhan pembangunan dan struktur keuangan. (OECD)

## 8. Bentuk-bentuk pembiayaan inovatif

Bentuk pertama adalah **obligasi tematik**: green bonds, green sukuk, SDG bonds, blue bonds, social bonds, sustainability bonds, dan sustainability-linked bonds. OECD melaporkan bahwa obligasi berkelanjutan telah menjadi sumber pembiayaan berbasis pasar yang penting baik bagi sektor korporasi maupun sektor resmi; pada 2024, penerbitan global mencapai sekitar USD 522 miliar di sektor korporasi dan USD 473 miliar di sektor resmi. Di Asia, obligasi hijau tetap menjadi bentuk yang paling dominan dalam obligasi berkelanjutan. Ini menunjukkan bahwa pasar telah menyediakan kanal pembiayaan yang makin matang untuk agenda pembangunan berkelanjutan. ([OECD](#))

Bentuk kedua adalah **blended finance**, yaitu penggunaan dana publik atau dana pembangunan untuk menarik pembiayaan swasta ke proyek yang manfaat sosialnya tinggi tetapi profil risikonya belum menarik secara komersial. OECD menjelaskan bahwa blended finance membantu memitigasi risiko bagi investor swasta di negara berkembang. Bank Dunia juga menekankan solusi *derisking* seperti platform penjaminan dan instrumen yang memobilisasi modal swasta. Meski demikian, OECD juga mengingatkan bahwa mobilisasi investasi swasta oleh intervensi pembiayaan resmi masih relatif rendah. Artinya, blended finance menjanjikan, tetapi hasilnya bergantung pada desain proyek, kapasitas kelembagaan, dan kualitas lingkungan investasi. ([OECD](#))

Bentuk ketiga adalah **instrumen kontinjensi**. IMF memandang *state-contingent debt instruments* seperti obligasi terkait PDB atau instrumen yang pembayaran utangnya menyesuaikan keadaan buruk sebagai alat *countercyclical* dan berbagi risiko yang tetap menarik, meskipun penggunaannya masih terbatas. OECD juga mencatat adanya *climate-resilient debt clauses* yang memungkinkan penundaan pembayaran utang setelah bencana iklim, sehingga negara memiliki ruang bernapas tanpa harus langsung memangkas belanja esensial. Dalam konteks

negara yang rawan bencana, pendekatan ini sangat relevan karena membantu mencegah guncangan bencana berubah menjadi krisis fiskal.

(IMF)

Bentuk keempat adalah **instrumen transfer risiko bencana**, termasuk asuransi bencana dan *catastrophe bonds*. Program DRFI Bank Dunia dirancang untuk membantu negara membangun strategi perlindungan keuangan terhadap bencana agar respons pascabencana lebih cepat dan neraca fiskal jangka panjang lebih terlindungi. Dokumen Bank Dunia tentang *cat bonds* menunjukkan pasar global instrumen ini telah berkembang, dengan penerbitan mencapai USD 16,4 miliar pada 2023. Bagi negara rentan bencana, instrumen ini bukan semata alat keuangan, melainkan bagian dari perlindungan fiskal. ([World Bank](#))

## 9. Indonesia sebagai ilustrasi pembiayaan inovatif

Indonesia sudah menempuh beberapa langkah penting yang layak dicatat. Pemerintah merupakan pelopor sovereign green sukuk. Menurut kajian Bank Dunia, Indonesia menerbitkan sovereign green sukuk pertama di dunia pada 2018 sebesar USD 1,25 miliar. Dokumen Bank Dunia lainnya mencatat bahwa sejak 2018 pemerintah Indonesia secara rutin menerbitkan green sukuk, dan dalam beberapa tahun berhasil memobilisasi sekitar USD 5 miliar di pasar global dan Rp38,58 triliun di pasar domestik; pemerintah juga menerbitkan sovereign SDG bonds serta blue bonds untuk membiayai agenda iklim dan SDGs. Ini menunjukkan bahwa pembiayaan inovatif dapat memperluas basis investor sekaligus memberi sinyal kebijakan tentang prioritas pembangunan.

Pasar domestik Indonesia pun menunjukkan kapasitas yang makin besar. ADB mencatat bahwa pada akhir September 2025, pasar obligasi rupiah Indonesia mencapai sekitar Rp7.938 triliun, dengan pertumbuhan baik pada segmen pemerintah maupun korporasi. Pasar obligasi berkelanjutan juga tumbuh menjadi sekitar USD 16,1 miliar, dan sekitar

65,3 persen outstanding berasal dari sektor publik karena pemerintah secara reguler menerbitkan obligasi berkelanjutan. Bagi ketahanan fiskal, perkembangan ini penting karena negara yang memiliki pasar obligasi domestik lebih cenderung memiliki opsi pembiayaan lebih banyak dan ketergantungan eksternal yang lebih kecil. ([AsianBondsOnline](#))

Selain itu, kerangka KPBU di Indonesia menunjukkan upaya menggeser sebagian pembiayaan infrastruktur dari APBN murni ke model berbagi peran dengan sektor swasta. Dalam penjelasan resmi Kementerian Keuangan, penerapan blended finance dalam KPBU tampak melalui Viability Gap Fund, penjaminan infrastruktur, dan Project Development Facility. Skema *availability payment* juga telah dirumuskan sebagai pembayaran berkala atas tersedianya layanan infrastruktur, dengan penekanan eksplisit pada kemampuan keuangan negara, kesinambungan fiskal, dan pengelolaan risiko fiskal. Ini penting karena inovasi pembiayaan yang sehat selalu dikaitkan dengan *value for money* dan keberlanjutan fiskal, bukan sekadar memindahkan utang keluar neraca secara kosmetik. ([KPBU](#))

## **10. Tetapi pembiayaan inovatif juga punya sisi gelap**

Di sinilah kehati-hatian akademik diperlukan. Pembiayaan inovatif sering dipromosikan seolah-olah dapat menyelesaikan masalah fiskal tanpa biaya. Pandangan itu keliru. Pertama, banyak instrumen inovatif tetap pada akhirnya menciptakan kewajiban fiskal—baik eksplisit maupun kontinjensi. Penjaminan pemerintah, *availability payment*, dukungan kelayakan, dan skema berbagi risiko dapat menghemat anggaran hari ini, tetapi bisa menimbulkan kewajiban besar di masa depan jika desain kontraknya lemah. Kedua, instrumen tematik dapat menjadi mahal bila kerangka proyek, pelaporan, dan verifikasinya tidak kuat. Ketiga, pembiayaan inovatif dapat memicu ilusi ruang fiskal: pemerintah merasa memiliki ruang baru, padahal hanya memindahkan beban ke masa depan atau ke pos kewajiban tersembunyi. ([KPBU](#))

Karena itu, pembiayaan inovatif harus diletakkan di dalam kerangka manajemen risiko fiskal yang ketat. Setiap jaminan harus dihitung probabilitas pemicunya. Setiap proyek KPBU harus dibandingkan dengan alternatif pengadaan konvensional. Setiap obligasi tematik harus dihubungkan dengan proyek yang benar-benar layak, bukan sekadar *labeling*. Setiap instrumen kontinjensi harus dipahami dampaknya terhadap biaya utang dan tata kelola. Tanpa itu, inovasi berubah menjadi kamufase. Negara tampak cangguh secara finansial, tetapi justru makin rapuh secara fiskal. (KPBU)

### **11. Risiko crowding-out: konsep dan mekanismenya**

Salah satu isu paling penting dalam pembahasan ketahanan fiskal adalah *crowding-out*. Secara klasik, *crowding-out* terjadi ketika pembiayaan defisit oleh pemerintah meningkatkan permintaan atas dana di pasar keuangan, menaikkan tingkat bunga, lalu menekan investasi swasta. Dalam ekonomi modern, mekanismenya lebih berlapis. Bukan hanya suku bunga yang berperan, tetapi juga persepsi risiko negara, tekanan terhadap neraca bank, arah kebijakan moneter, dan struktur pasar keuangan domestik. IMF mencatat bahwa dalam beberapa kasus, kenaikan utang publik yang disertai penurunan utang swasta mengindikasikan *crowding-out*, yakni ketika pinjaman pemerintah yang besar membatasi ketersediaan kredit atau menaikkan biayanya bagi sektor swasta. (IMF)

IMF juga menunjukkan hubungan kuantitatif yang penting. Dalam analisis untuk 75 EMDEs, kenaikan 1 persen PDB pada defisit primer empat tahun ke depan berkaitan dengan kenaikan imbal hasil obligasi pemerintah tenor 10 tahun sebesar 29 basis poin dalam dua tahun. Dalam paparan utama Fiscal Monitor April 2025, IMF bahkan menyebut dampaknya dapat persisten dan memuncak sekitar 36 basis poin. Lebih jauh, ketika *sovereign-bank nexus* menguat—yakni ketika bank domestik semakin sarat memegang surat utang pemerintah—dampak defisit

terhadap yield menjadi lebih besar; perpindahan dari persentil 25 ke 75 pada nexus ini menambah sekitar 16 basis poin, sehingga efek total dapat melampaui 50 basis poin. ([IMF](#))

Mekanisme praktisnya mudah dipahami. Bayangkan bank-bank domestik memiliki pilihan menyalurkan kredit ke sektor riil atau membeli surat utang pemerintah. Jika SBN menawarkan imbal hasil menarik dengan risiko regulasi rendah, bank cenderung memperbesar kepemilikan SBN. Dalam batas tertentu ini wajar, bahkan bermanfaat bagi pendalaman pasar. Tetapi bila porsiya berlebihan, kapasitas intermediasi ke sektor swasta menyusut. IMF menegaskan bahwa dalam LICs, tekanan utang domestik dapat membebani sistem keuangan lokal, menghambat akses kredit sektor swasta, dan membatasi pertumbuhan, sambil memperkuat keterkaitan neraca antara pemerintah, bank, dan bank sentral. ([IMF](#))

## **12. Crowding-out tidak selalu terjadi; ada juga *crowding-in***

Meski demikian, analisis yang baik tidak boleh berhenti pada sisi negatif. Tidak semua pembiayaan publik menyingkirkan investasi swasta. Dalam kondisi tertentu, investasi publik justru **menciptakan crowding-in**. BIS menegaskan bahwa investasi publik dapat menjadi katalis bagi investasi bisnis swasta, terutama melalui perbaikan infrastruktur dan dukungan riset. World Bank Working Paper 2024 bahkan menemukan bahwa investasi publik dapat menjadi pelengkap investasi swasta; dalam sampel negara berkembang, tambahan satu dolar investasi publik diperkirakan dapat menaikkan investasi swasta sekitar 1,6 dolar. ([Bank for International Settlements](#))

Perbedaannya terletak pada kualitas dan kredibilitas. Jika pemerintah berutang untuk proyek yang produktif, dipersiapkan baik, dan meningkatkan produktivitas marginal modal swasta—misalnya pelabuhan yang menurunkan biaya logistik, jaringan digital yang mempercepat transaksi, atau sistem irigasi yang menaikkan hasil pertanian—maka investasi swasta justru terdorong. Sebaliknya, jika utang digunakan untuk

belanja konsumtif yang permanen, subsidi tidak tepat sasaran, atau proyek bermutu rendah, maka biaya pembiayaan naik tanpa kenaikan kapasitas produksi. Dalam keadaan itu crowding-out lebih mungkin terjadi. IMF sendiri mencatat bahwa strategi "borrowing to invest" dapat tetap menimbulkan crowding-out bila *sovereign spreads* naik tajam, bahkan jika proyeknya memiliki *return* tinggi. (IMF)

### 13. Peran pendalaman pasar keuangan domestik

Pendalaman pasar domestik adalah salah satu kunci untuk mengurangi kerentanan fiskal dan menahan crowding-out. IMF menilai perkembangan pasar utang domestik memberi banyak manfaat: membantu pembiayaan kebutuhan pembangunan saat akses eksternal menyempit, mengurangi risiko nilai tukar, dan mendukung perkembangan pasar modal lokal. Tetapi IMF juga menegaskan sisi risikonya: beban utang domestik yang naik dan *sovereign-bank nexus* yang menguat memerlukan pemantauan hati-hati. Dengan kata lain, pendalaman pasar adalah obat sekaligus potensi sumber penyakit bila tidak disertai regulasi dan diversifikasi investor. (IMF)

Untuk Indonesia, agenda ini tercermin dalam BPPU 2030 Bank Indonesia. BI menekankan bahwa pasar uang dan valas yang dalam dan efisien mendukung pasar SBN, pengelolaan likuiditas, lindung nilai risiko kurs dan suku bunga, serta pembiayaan ekonomi nasional. Penguatan *primary dealers* dan infrastruktur pasar di sini sangat relevan bagi ketahanan fiskal, karena negara dengan pasar keuangan dangkal lebih mudah tergelincir ke crowding-out ketika kebutuhan pembiayaannya naik. Sebaliknya, pasar yang lebih dalam, investor yang lebih beragam, dan instrumen lindung nilai yang memadai dapat menyerap pembiayaan negara tanpa langsung menyesakkan pembiayaan swasta. (Bank Indonesia)

### 14. Pelajaran kebijakan untuk Indonesia

Indonesia berada pada posisi yang relatif lebih baik dibanding banyak negara berkembang lain karena masih memiliki kerangka fiskal yang cukup kredibel, basis pasar domestik yang berkembang, dan pengalaman menggunakan instrumen pembiayaan inovatif. Nota Keuangan RAPBN 2026 mengakui bahwa risiko global—termasuk pangan, energi, geopolitik, siber, dan ketegangan internasional—masih tinggi, tetapi menegaskan arah kebijakan fiskal untuk menjaga fundamental dan pembangunan. Data APBN KiTa per 31 Januari 2026 menunjukkan pendapatan negara Rp172,7 triliun, belanja Rp227,3 triliun, defisit Rp54,6 triliun atau 0,21 persen PDB, dan pembiayaan anggaran Rp105,1 triliun. Ini memberi ilustrasi bahwa manajemen fiskal Indonesia masih aktif menjaga keseimbangan antara ekspansi terukur dan keberlanjutan. ([Kemenkeu Media](#))

Tetapi justru karena fondasinya relatif baik, tantangan Indonesia ke depan bukan sekadar menjaga disiplin, melainkan **meningkatkan kualitas daya tahan**. Ada beberapa agenda strategis. Pertama, terus memperluas basis penerimaan dan memperbaiki administrasi pajak agar ruang fiskal tidak terlalu bergantung pada siklus komoditas. Kedua, melindungi belanja prioritas yang meningkatkan produktivitas dan mobilitas sosial. Ketiga, memperkuat *contingency financing* untuk bencana dan guncangan iklim. Keempat, melanjutkan pendalaman pasar keuangan domestik agar pembiayaan SBN tidak terlalu bergantung pada basis investor yang sempit. Kelima, menggunakan KPBU, green sukuk, SDG bonds, dan instrumen inovatif lain secara selektif, dengan penekanan pada transparansi kewajiban kontinjensi. ([Bank Indonesia](#))

### **15. Strategi normatif: bagaimana buffer, inovasi, dan anti-crowding-out disatukan?**

Jika disarikan, ketahanan fiskal di era ketidakpastian global memerlukan **arsitektur tiga lapis**. Lapis pertama adalah **buffer tradisional**: reformasi penerimaan, pengendalian belanja, cadangan kas, kontinjensi, dan



pengelolaan utang yang hati-hati. Lapis kedua adalah **buffer kelembagaan**: aturan fiskal yang kredibel, kerangka jangka menengah, transparansi, dan koordinasi fiskal–moneter–keuangan. Lapis ketiga adalah **buffer inovatif**: pembiayaan berkelanjutan, blended finance, jaminan terukur, instrumen kontinjensi iklim dan bencana, serta pendalaman pasar domestik. Bila ketiga lapis ini terintegrasi, negara tidak perlu memilih antara stabilitas dan pembangunan; ia dapat mengejar keduanya secara bertahap. ([World Bank](#))

Kuncinya adalah urutan kebijakan. Negara seharusnya tidak langsung melompat ke instrumen paling canggih sebelum fondasi dasar kuat. Tanpa data fiskal yang baik, tanpa penilaian proyek yang disiplin, tanpa pelaporan risiko yang memadai, instrumen inovatif justru berbahaya. Sebaliknya, ketika fondasi dasar sudah baik, inovasi pembiayaan dapat memperluas ruang fiskal secara sehat. Dalam bahasa yang lebih sederhana: pembiayaan inovatif bukan pengganti disiplin fiskal; ia adalah pengganda efektivitas disiplin fiskal. ([OECD](#))

## **Kesimpulan**

Ketahanan fiskal di era ketidakpastian global bukan lagi soal menjaga angka defisit tetap kecil semata. Ia adalah seni dan ilmu menata negara agar mampu **bertahan, merespons, dan tetap bertumbuh** di tengah guncangan yang semakin sering dan saling terkait. Dunia menghadapi kombinasi pertumbuhan yang lebih lemah, biaya pembiayaan yang lebih tinggi, ketegangan dagang, risiko geopolitik, bencana iklim, dan tekanan sosial yang besar. Dalam konteks seperti itu, negara membutuhkan buffer fiskal yang nyata, bukan semu; pembiayaan inovatif yang produktif, bukan kosmetik; dan kewaspadaan tinggi terhadap crowding-out yang dapat merusak kapasitas pertumbuhan jangka panjang. ([World Bank](#))

Dari perspektif kebijakan, pelajaran besarnya jelas. **Pertama**, buffer harus dibangun sebelum krisis, bukan saat krisis. **Kedua**, kualitas belanja dan

kualitas institusi sama pentingnya dengan disiplin angka. **Ketiga**, pembiayaan inovatif hanya bernilai jika memperkuat, bukan menyamarkan, kesehatan fiskal. **Keempat**, utang publik harus dikelola sedemikian rupa sehingga tidak menyesakkan kredit swasta. **Kelima**, pendalaman pasar domestik dan diversifikasi investor harus berjalan beriringan dengan penguatan tata kelola risiko. Bagi Indonesia, agenda ke depan bukan semata mempertahankan reputasi fiskal yang hati-hati, melainkan menggunakan reputasi itu sebagai landasan untuk membiayai transformasi ekonomi secara cerdas, hijau, inklusif, dan tahan guncang. Itulah esensi ketahanan fiskal modern: bukan sekadar selamat dari krisis, melainkan tetap mampu melanjutkan pembangunan di tengah dunia yang tidak lagi pasti.

#### **Versi Jurnal Akademik:**

## **KETAHANAN FISKAL DI ERA KETIDAKPASTIAN GLOBAL: STRATEGI *BUFFER*, PEMBIAYAAN INOVATIF, DAN RISIKO *CROWDING-OUT***

### **Abstrak**

Makalah ini membahas ketahanan fiskal sebagai kapasitas negara untuk menjaga stabilitas makroekonomi, kesinambungan pelayanan publik, dan agenda pembangunan di tengah ketidakpastian global yang ditandai oleh perlambatan pertumbuhan, volatilitas pasar keuangan, tingginya biaya pembiayaan, fragmentasi geopolitik, serta meningkatnya

risiko iklim dan bencana. IMF menegaskan bahwa ketidakpastian kebijakan, volatilitas pasar, tekanan belanja, dan perubahan kondisi pembiayaan global telah memperburuk prospek fiskal, sementara utang publik global diproyeksikan melampaui 100 persen PDB pada 2029. Pada saat yang sama, Bank Dunia menilai ekonomi dunia cenderung memasuki rezim pertumbuhan rendah, dengan ruang fiskal di banyak negara berkembang semakin menyempit. Dalam konteks ini, ketahanan fiskal tidak cukup dipahami sebagai disiplin defisit, melainkan sebagai kemampuan membangun *buffer* fiskal, mengembangkan pembiayaan inovatif, dan mengelola risiko *crowding-out* terhadap sektor swasta. Makalah ini menggunakan pendekatan deskriptif-analitis berbasis literatur kebijakan dari IMF, World Bank, OECD, ADB, Bank Indonesia, dan Kementerian Keuangan Republik Indonesia. Hasil pembahasan menunjukkan bahwa *buffer* fiskal perlu dibangun melalui penguatan penerimaan, efisiensi dan prioritas belanja, pengelolaan utang yang hati-hati, aturan fiskal yang kredibel, serta pendalaman pasar keuangan domestik. Pembiayaan inovatif—seperti green bonds, green sukuk, blended finance, KPBU, instrumen kontinjensi, dan transfer risiko bencana—dapat memperluas kapasitas pembiayaan pembangunan, tetapi juga dapat menimbulkan kewajiban fiskal terselubung jika tata kelolanya lemah. Risiko *crowding-out* muncul ketika pembiayaan defisit yang besar menaikkan biaya dana dan menyerap likuiditas domestik, meskipun dalam kondisi tertentu investasi publik yang produktif justru dapat menciptakan efek *crowding-in*. Bagi Indonesia, tantangannya adalah menjaga kredibilitas fiskal seraya membiayai transformasi ekonomi, transisi hijau, dan kebutuhan sosial secara berkelanjutan. (IMF)

**Kata kunci:** ketahanan fiskal, *buffer* fiskal, pembiayaan inovatif, *crowding-out*, utang publik, pasar obligasi domestik, Indonesia.

---

## Pendahuluan

Ketahanan fiskal merupakan salah satu fondasi utama ketahanan negara modern. Ia bukan sekadar kemampuan menutup defisit atau menjaga rasio utang pada tingkat tertentu, melainkan kemampuan pemerintah untuk menyerap guncangan, mempertahankan fungsi pelayanan publik, melindungi kelompok rentan, dan tetap membiayai investasi pembangunan ketika lingkungan eksternal memburuk. Dalam keadaan global yang normal, ketahanan fiskal sering dipersepsikan sebagai isu teknis anggaran. Namun dalam era ketidakpastian global yang semakin pekat, ia berubah menjadi isu strategis yang menyentuh stabilitas ekonomi, legitimasi politik, kohesi sosial, dan daya tahan institusional negara. ([IMF](#))

Lanskap global beberapa tahun terakhir memperlihatkan bahwa dunia tidak kembali ke pola lama pascapandemi. Yang muncul justru konfigurasi baru: pertumbuhan global relatif rendah, disinflasi tidak selalu mulus, biaya pinjaman lebih mahal dibanding dekade sebelumnya, fragmentasi geopolitik meningkat, dan kebijakan perdagangan kembali menjadi sumber guncangan. IMF pada *Fiscal Monitor* April 2025 menegaskan bahwa ketidakpastian yang meningkat, pergeseran kebijakan, tarif, volatilitas pasar, meningkatnya belanja pertahanan, dan tekanan bantuan luar negeri sedang membentuk ulang prospek fiskal. Pada Oktober 2025, IMF kembali menegaskan bahwa utang publik global diproyeksikan melampaui 100 persen PDB pada 2029—tingkat tertinggi sejak 1948—dengan distribusi risiko yang condong ke arah akumulasi utang yang lebih cepat. ([IMF](#))

Bank Dunia juga menunjukkan bahwa ekonomi global tampak menuju situasi *low growth equilibrium*. Dalam *Global Economic Prospects* Januari 2025, pertumbuhan global diperkirakan bertahan di sekitar 2,7 persen pada 2025–2026, tetapi dengan indikasi melemahnya pertumbuhan aktual maupun potensial, stagnasi reformasi struktural, dan

menyempitnya ruang fiskal di banyak negara berkembang. Artinya, tantangan fiskal kini tidak lagi bersifat siklikal semata, melainkan juga struktural. Negara tidak hanya menghadapi satu krisis yang datang dan pergi, melainkan serangkaian tekanan yang saling terhubung dan dapat berlangsung lama. ([Open Knowledge Portal](#))

Dalam konteks demikian, terdapat tiga isu yang menjadi inti diskusi makalah ini. Pertama, bagaimana negara membangun *buffer* fiskal agar tidak kehilangan kapasitas bertindak ketika guncangan datang. Kedua, bagaimana pemerintah memanfaatkan pembiayaan inovatif untuk menutup kesenjangan pembiayaan pembangunan tanpa merusak keberlanjutan fiskal. Ketiga, bagaimana menghindari risiko *crowding-out*, yaitu situasi ketika pembiayaan negara yang berlebihan menekan ruang pembiayaan bagi sektor swasta. Pertanyaan-pertanyaan ini menjadi sangat relevan bagi negara berkembang, termasuk Indonesia, yang pada satu sisi harus menjaga disiplin fiskal, tetapi pada sisi lain menghadapi tuntutan pembiayaan besar untuk infrastruktur, transisi energi, perlindungan sosial, dan transformasi digital. ([IMF](#))

Makalah ini bertujuan untuk menjelaskan konsep ketahanan fiskal, memetakan strategi *buffer* fiskal, menilai peran pembiayaan inovatif, serta membahas mekanisme dan implikasi risiko *crowding-out*. Di samping itu, makalah ini menempatkan Indonesia sebagai ilustrasi kebijakan, terutama dalam konteks pengelolaan utang, pengembangan pasar keuangan, instrumen pembiayaan berkelanjutan, dan dinamika APBN mutakhir. Dengan demikian, makalah ini diharapkan memberi kontribusi konseptual sekaligus praktis bagi diskusi fiskal di era ketidakpastian global. ([Kemenkeu API](#))

---

## Pembahasan

## 1. Ketahanan fiskal sebagai kapasitas adaptif negara

Dalam literatur kebijakan kontemporer, ketahanan fiskal semakin dipahami sebagai kapasitas adaptif, bukan sekadar status akuntansi. Negara yang tahan secara fiskal bukan hanya negara dengan defisit rendah, melainkan negara yang mampu melakukan ekspansi terukur saat krisis dan konsolidasi bertahap saat normal, tanpa kehilangan kredibilitas. Karena itu, ketahanan fiskal mencakup tiga unsur: kapasitas menyerap guncangan, kapasitas merespons secara cepat, dan kapasitas memulihkan posisi fiskal setelah guncangan mereda. IMF menekankan pentingnya penyesuaian fiskal secara bertahap dalam kerangka jangka menengah yang kredibel untuk menurunkan utang dan membangun *buffer* terhadap ketidakpastian yang lebih tinggi. (IMF)

Dari sudut pandang ini, ketahanan fiskal tidak identik dengan austeritas. Penghematan yang membabi buta dapat memperbaiki indikator jangka pendek tetapi merusak pertumbuhan jangka panjang, terutama bila memotong belanja produktif dan perlindungan sosial. IMF pada *Fiscal Monitor* Oktober 2025 justru menyoroti pentingnya "spending smarter": belanja yang lebih efisien, terarah, dan produktif agar negara dapat memperkuat pertumbuhan sekaligus menjaga keberlanjutan fiskal. Dengan kata lain, kualitas kebijakan fiskal sama pentingnya dengan kuantitasnya. (IMF)

Secara naratif, dapat dibayangkan sebuah negara yang menghadapi tiga tekanan sekaligus: perlambatan ekonomi menekan penerimaan, gejolak pasar menaikkan biaya utang, dan kejadian iklim memaksa peningkatan belanja darurat. Bila negara tersebut tidak memiliki cadangan kas, basis pajak sempit, profil utang rapuh, dan anggaran kaku, maka guncangan tersebut mudah berubah menjadi krisis fiskal. Sebaliknya, bila negara memiliki ruang fiskal, kerangka pembiayaan yang matang, dan institusi yang kredibel, maka guncangan yang sama dapat dikelola tanpa

menciptakan kepanikan pasar. Di sinilah ketahanan fiskal bekerja sebagai benteng kebijakan publik. (IMF)

## 2. Strategi *buffer* fiskal: dari penerimaan hingga kelembagaan

*Buffer* fiskal dapat dipahami sebagai cadangan ruang kebijakan yang memungkinkan pemerintah menyerap kejutan tanpa langsung kehilangan stabilitas. *Buffer* ini tidak hanya berbentuk saldo kas, tetapi juga mencakup kapasitas penerimaan, fleksibilitas belanja, kualitas tata kelola, akses pembiayaan, dan profil utang yang sehat. Karena itu, strategi *buffer* fiskal harus dibangun secara multidimensi. (IMF)

### a. *Buffer* di sisi penerimaan

Dasar pertama ketahanan fiskal adalah penerimaan negara yang kuat, beragam, dan relatif stabil. Negara dengan basis penerimaan sempit sangat rentan terhadap siklus komoditas, perlambatan perdagangan, atau penurunan konsumsi domestik. Oleh sebab itu, perluasan basis pajak, penguatan administrasi perpajakan, peningkatan kepatuhan, dan peninjauan insentif pajak yang kurang efektif merupakan fondasi penting *buffer* fiskal. Bank Dunia menekankan bahwa ruang fiskal yang menyempit di banyak negara berkembang membuat reformasi penerimaan menjadi kebutuhan struktural, bukan pilihan temporer. (Open Knowledge Portal)

Bagi negara yang bergantung pada komoditas, *windfall revenue* tidak boleh diperlakukan sebagai pendapatan permanen. Jika lonjakan sementara harga komoditas langsung diterjemahkan menjadi belanja permanen, maka negara akan masuk ke pola pro-siklikal yang berbahaya: boros saat boom dan rapuh saat bust. Karena itu, pemisahan antara penerimaan struktural dan temporer sangat penting, termasuk melalui dana stabilisasi atau mekanisme penyangga fiskal bagi sektor-sektor yang volatil. (IMF)

### b. *Buffer* di sisi belanja

*Buffer* juga dibangun dari kualitas belanja publik. Penghematan yang salah sasaran sering memangkas belanja modal, pendidikan, kesehatan, atau perlindungan sosial yang justru menopang produktivitas jangka panjang. Sebaliknya, belanja yang tidak efisien dan subsidi yang tidak tepat sasaran sering dibiarkan karena secara politik lebih sulit disentuh. IMF menegaskan bahwa reorientasi belanja ke area yang lebih produktif dan efisien dapat meningkatkan output jangka panjang. Maka, strategi *buffer* belanja harus menggabungkan efisiensi, prioritas, dan fleksibilitas respons darurat. (IMF)

Dalam praktiknya, pemerintah perlu menjaga belanja prioritas, mengurangi kebocoran, membangun pos kontinjensi untuk keadaan darurat, dan menggunakan kerangka belanja jangka menengah. Pendekatan ini membuat negara tidak selalu perlu memilih antara disiplin fiskal dan perlindungan sosial. Yang diperlukan adalah komposisi belanja yang lebih cerdas. (IMF)

### **c. Buffer kelembagaan**

Dimensi paling menentukan dari *buffer* fiskal sering justru berada pada level kelembagaan. Negara dengan rasio utang yang sama dapat memiliki risiko yang berbeda karena kualitas institusinya berbeda. Aturan fiskal, kerangka fiskal jangka menengah, transparansi pelaporan, dan kredibilitas institusi pengelola fiskal sangat berpengaruh terhadap persepsi pasar maupun efektivitas kebijakan. Bank Dunia menilai bahwa aturan fiskal dapat membantu memperbaiki saldo anggaran dalam jangka menengah dan panjang, tetapi hanya efektif bila ditopang institusi yang kuat dan desain yang realistis. (Open Knowledge Portal)

Aturan fiskal yang terlalu kaku dapat menjadi pro-siklikal, sedangkan aturan yang terlalu longgar kehilangan kredibilitas. Karena itu, yang diperlukan adalah aturan yang jelas namun memiliki *escape clause* yang transparan. IMF juga menekankan pentingnya kerangka jangka



menengah yang kredibel agar penyesuaian fiskal berlangsung bertahap, dapat diprediksi, dan tidak merusak pertumbuhan. ([IMF](#))

#### **d. Buffer pembiayaan dan profil utang**

Ketahanan fiskal tidak hanya ditentukan oleh besarnya utang, tetapi juga oleh struktur utang. Komposisi mata uang, tenor, jenis bunga, dan basis investor menentukan seberapa tahan suatu negara terhadap gejolak suku bunga, depresiasi kurs, dan risiko pembiayaan ulang. Karena itu, manajemen portofolio utang adalah bagian inti dari strategi *buffer*. Dalam strategi pengelolaan utang jangka menengah Indonesia 2025–2029, pemerintah menargetkan komposisi utang baru dalam rupiah minimal 70 persen, berbunga tetap minimal 80 persen, dan tenor menengah-panjang lebih dari tiga tahun minimal 65 persen. Dokumen yang sama menargetkan rasio utang terhadap PDB sekitar 40 persen dan pembayaran bunga sekitar 3 persen PDB. Orientasi ini menunjukkan bahwa ketahanan fiskal dibangun melalui pengelolaan biaya dan risiko secara simultan. ([Kemenkeu API](#))

### **3. Pembiayaan inovatif sebagai perluasan kapasitas fiskal**

Di tengah kebutuhan pembiayaan pembangunan yang besar dan keterbatasan APBN tradisional, pembiayaan inovatif menjadi semakin penting. OECD menekankan bahwa mobilisasi pembiayaan swasta harus menjadi salah satu fungsi inti sistem pembiayaan pembangunan, terutama untuk menjawab kebutuhan pembangunan, iklim, dan biodiversitas di negara berkembang. Namun OECD juga mengingatkan bahwa perlu ada strategi mobilisasi yang terukur, standar yang lebih baik, dan kesesuaian instrumen dengan konteks negara, sektor, dan teknologi. ([OECD](#))

#### **a. Obligasi tematik dan pembiayaan berkelanjutan**

Salah satu bentuk pembiayaan inovatif yang paling berkembang adalah obligasi tematik: green bonds, green sukuk, social bonds, sustainability

bonds, dan sustainability-linked bonds. OECD mencatat bahwa green bonds tetap menjadi jenis obligasi berkelanjutan paling dominan, baik pada sektor korporasi maupun sektor resmi. Di Asia, green bonds menyumbang sekitar setengah dari obligasi berkelanjutan sektor resmi pada 2024, sementara di tingkat global outstanding sustainable bonds sektor resmi mencapai ratusan miliar dolar AS. Ini menunjukkan bahwa pasar pembiayaan berkelanjutan telah berkembang dari instrumen marginal menjadi kanal pembiayaan yang semakin mainstream. (OECD)

Indonesia merupakan contoh penting dalam hal ini. Menurut laporan Bank Dunia, Indonesia menerbitkan sovereign green sukuk pertama di dunia pada 2018 dengan nilai USD 1,25 miliar. Laporan Bank Dunia 2025 juga menunjukkan bahwa green sukuk berperan penting dalam arsitektur keuangan berkelanjutan dan memperkuat posisi Indonesia di pasar syariah global. Di sisi pasar domestik, ADB melaporkan bahwa outstanding obligasi berkelanjutan Indonesia mencapai USD 16,1 miliar pada akhir September 2025, tumbuh 12,4 persen kuartalan, dengan sekitar 65,3 persen berasal dari sektor publik.

### **b. *Blended finance* dan KPBU**

Bentuk lain pembiayaan inovatif adalah *blended finance*, yaitu kombinasi dana publik, dana pembangunan, penjaminan, dan modal swasta untuk membiayai proyek yang manfaat sosialnya tinggi tetapi profil risikonya belum menarik bagi pasar. OECD menegaskan bahwa *scaling and standardising blended finance* harus dibarengi dengan penggunaan instrumen yang tepat sesuai konteks. Di Indonesia, Kementerian Keuangan menjelaskan bahwa prinsip *blended finance* dalam konteks KPBU tampak melalui Viability Gap Fund, penjaminan infrastruktur, dan Project Development Facility. Dengan desain semacam ini, pemerintah berperan sebagai pengurang risiko awal agar sektor swasta bersedia masuk ke proyek strategis. (OECD)

Pendekatan ini memberi manfaat ganda. Pertama, negara tidak harus menanggung seluruh kebutuhan pembiayaan di depan. Kedua, risiko dapat dialokasikan kepada pihak yang paling mampu menanganinya. Akan tetapi, manfaat tersebut hanya muncul bila proyek dirancang dengan prinsip *value for money*, tata kelola kontrak yang kuat, dan pelaporan kewajiban kontinjensi yang transparan. Jika tidak, *blended finance* dapat menjadi mekanisme pemindahan biaya ke masa depan tanpa memperbaiki kualitas belanja. ([KPBU](#))

### **c. Instrumen kontinjensi dan transfer risiko bencana**

Dalam era perubahan iklim dan bencana yang makin sering, instrumen kontinjensi menjadi bagian penting dari ketahanan fiskal. Program DRFI Bank Dunia menekankan pentingnya strategi perlindungan keuangan terhadap bencana agar pemerintah, rumah tangga, dan pelaku usaha dapat merespons lebih cepat dan lebih tangguh. Instrumen seperti asuransi bencana, *catastrophe bonds*, dan klausul utang terkait ketahanan iklim dapat membantu mengurangi tekanan fiskal pascabencana. IMF juga menilai *state-contingent debt instruments*, seperti GDP-linked bonds, tetap menarik sebagai alat kontra-siklikal dan berbagi risiko, meskipun penerapannya masih terbatas. ([World Bank](#))

Makna penting instrumen semacam ini adalah pencegahan. Negara yang memiliki perlindungan keuangan terhadap guncangan tidak perlu langsung memangkas belanja prioritas atau menambah utang mahal ketika bencana terjadi. Dengan demikian, kebijakan fiskal tidak hanya menjadi respons terhadap krisis, tetapi juga bentuk pra-kesiapsiagaan yang dirancang sebelum krisis datang. ([World Bank](#))

### **4. Risiko *crowding-out*: ketika negara menekan ruang sektor swasta**

Salah satu bahaya dari pembiayaan defisit yang besar adalah *crowding-out*. Dalam pengertian klasik, *crowding-out* terjadi ketika pemerintah menyerap dana dalam jumlah besar dari pasar keuangan, sehingga suku

bunga naik dan investasi swasta menurun. Dalam praktik ekonomi modern, mekanismenya lebih kompleks karena tidak hanya menyangkut harga dana, tetapi juga persepsi risiko negara, perilaku bank, dan kedalaman pasar domestik. IMF dalam *Fiscal Monitor* April 2025 melalui *online annex* menelaah pengaruh kebijakan fiskal terhadap yield obligasi domestik di 75 EMDEs, serta bagaimana pengaruh tersebut diperkuat oleh *sovereign-bank nexus*. (IMF)

Intinya, bila defisit besar dibiayai melalui pasar domestik yang dangkal, bank dan investor institusional cenderung meningkatkan kepemilikan surat utang pemerintah. Dalam batas tertentu hal ini wajar dan bahkan membantu pembiayaan negara. Namun bila terlalu dominan, kapasitas intermediasi kepada sektor swasta dapat menyempit. IMF dalam laporan tentang kerentanan utang LICs 2025 menegaskan bahwa meningkatnya utang domestik dan keterkaitan erat antara bank dan pemerintah dapat membebani sistem keuangan lokal, menghambat kredit sektor swasta, dan memperbesar risiko umpan balik negatif antara fiskal dan sektor keuangan. (IMF)

Secara naratif, situasinya mirip dengan sebuah waduk pembiayaan yang terbatas. Bila pemerintah mengambil porsi terlalu besar dari waduk itu, terutama ketika bank lebih menyukai surat utang pemerintah yang relatif aman dan likuid, maka usaha kecil, perusahaan menengah, atau proyek swasta jangka panjang akan lebih sulit memperoleh pembiayaan dengan biaya wajar. Hasil akhirnya adalah penurunan investasi, tertahannya ekspansi usaha, dan pertumbuhan potensial yang lebih rendah. Itulah mengapa ketahanan fiskal tidak cukup dinilai dari kemampuan negara berutang, tetapi juga dari kemampuannya berutang tanpa menyesakkan perekonomian riil. (IMF)

##### **5. *Crowding-out* tidak selalu terjadi: kemungkinan *crowding-in***

Meskipun demikian, analisis yang seimbang perlu menegaskan bahwa pembiayaan publik tidak otomatis menimbulkan *crowding-out*. Dalam

kondisi tertentu, investasi publik justru menciptakan *crowding-in*. World Bank Policy Research Working Paper 2024 menemukan bahwa, pada panel 109 negara berkembang, tambahan satu dolar investasi publik dapat menaikkan investasi swasta sekitar 1,6 dolar. Efek ini lebih kuat di negara yang pengendalian korupsinya lebih baik dan di lingkungan dengan tingkat perkembangan keuangan yang lebih rendah, di mana investasi publik dapat mengatasi distorsi pasar modal. ([World Bank](#))

Temuan ini sangat penting. Ia menunjukkan bahwa yang menentukan bukan semata ada atau tidak adanya utang publik, tetapi apa yang dilakukan dengan pembiayaan tersebut. Jika pembiayaan negara digunakan untuk pelabuhan, jalan, jaringan energi, sistem digital, pendidikan teknis, atau infrastruktur irigasi yang benar-benar menaikkan produktivitas swasta, maka dunia usaha justru terdorong untuk berinvestasi. Dalam skenario ini, negara bukan penyingkir swasta, melainkan pemantik swasta. Namun efek *crowding-in* hanya muncul bila tata kelola proyek baik, kebocoran rendah, dan korupsi terkendali. Bila kualitas institusi lemah, belanja publik kehilangan daya ungkitnya. ([World Bank](#))

Dengan demikian, perdebatan yang lebih tepat bukan “utang publik baik atau buruk”, melainkan “dalam kondisi apa, melalui instrumen apa, dan untuk tujuan apa utang publik digunakan”. Pertanyaan ini menggeser fokus dari ideologi fiskal ke kualitas kebijakan fiskal. ([World Bank](#))

## **6. Pendalaman pasar domestik sebagai penyangga terhadap risiko fiskal**

Pendalaman pasar keuangan domestik merupakan elemen penting dalam mengurangi kerentanan pembiayaan dan menahan risiko *crowding-out*. Pasar yang lebih dalam, likuid, dan beragam memungkinkan pemerintah membiayai diri dengan biaya lebih efisien dan risiko yang lebih tersebar. Namun pendalaman pasar harus diiringi dengan diversifikasi investor, instrumen lindung nilai, dan tata kelola

yang baik agar tidak malah memperkuat *sovereign-bank nexus*. IMF menegaskan bahwa pasar utang domestik memberi manfaat besar, tetapi kebergantungan yang terlalu tinggi pada bank domestik dapat memperbesar kerentanan sistemik. ([IMF](#))

Dalam konteks Indonesia, Bank Indonesia melalui BPPU 2030 menekankan bahwa pendalaman pasar uang dan pasar valas diperlukan untuk mendukung pertumbuhan ekonomi berkelanjutan, perluasan sumber pembiayaan, dan pengelolaan risiko ekonomi. BI juga menyatakan bahwa kondisi pasar domestik yang belum cukup dalam membuat aliran pembiayaan belum optimal, sehingga akselerasi pendalaman pasar diperlukan untuk mendukung pembiayaan nasional. Ini menunjukkan bahwa ketahanan fiskal dan pendalaman pasar keuangan bukan dua agenda yang terpisah, melainkan saling menopang.

## 7. Implikasi kebijakan bagi Indonesia

Indonesia memberikan contoh menarik tentang bagaimana ketahanan fiskal dapat dibangun melalui kombinasi kehati-hatian dan inovasi. Dari sisi pengelolaan utang, strategi 2025–2029 menunjukkan orientasi pada pembiayaan rupiah, bunga tetap, tenor lebih panjang, dan pengendalian rasio risiko. Dari sisi pasar, perkembangan obligasi domestik dan obligasi berkelanjutan memperlihatkan meningkatnya kapasitas pembiayaan dalam negeri. Dari sisi inovasi, green sukuk, SDG bonds, KPBU, dan instrumen *blended finance* menunjukkan adanya upaya memperluas sumber pembiayaan tanpa sepenuhnya membebani APBN tradisional. ([Kemenkeu API](#))

Namun tantangan Indonesia tetap besar. Nota Keuangan RAPBN 2026 menempatkan berbagai risiko global—termasuk pangan, energi, geopolitik, dan ketidakpastian eksternal—sebagai konteks penting kebijakan fiskal. Sementara itu, realisasi APBN per 31 Januari 2026 menunjukkan pendapatan negara Rp172,7 triliun, belanja negara Rp227,3 triliun, dan defisit Rp54,6 triliun atau 0,21 persen PDB. Data ini

menunjukkan bahwa APBN tetap bekerja aktif menopang prioritas pembangunan, tetapi juga mengingatkan bahwa ruang fiskal harus dijaga dengan sangat cermat. ([Kemenkeu Media](#))

Secara strategis, ada beberapa pelajaran penting bagi Indonesia. Pertama, penguatan penerimaan harus terus menjadi agenda inti agar ekspansi belanja prioritas tidak terlalu bergantung pada pembiayaan utang. Kedua, kualitas belanja harus menjadi fokus utama, terutama untuk memastikan bahwa pembiayaan publik benar-benar menciptakan efek pengganda dan bukan sekadar memperbesar rigiditas anggaran. Ketiga, pembiayaan inovatif harus terus dikembangkan, tetapi setiap penjaminan, kewajiban kontinjensi, dan kontrak KPBU harus dikelola secara transparan. Keempat, pendalaman pasar domestik perlu disertai upaya memperluas basis investor nonbank agar *sovereign-bank nexus* tidak terlalu dominan. Kelima, ketahanan fiskal perlu diperluas ke dimensi risiko bencana dan iklim, karena guncangan semacam itu dapat menjadi sumber tekanan fiskal yang makin besar di masa depan. ([KPBU](#))

---

## **Kesimpulan**

Ketahanan fiskal di era ketidakpastian global harus dipahami sebagai kemampuan negara untuk tetap berfungsi, bereaksi, dan bertransformasi di tengah guncangan yang semakin kompleks. Lingkungan global saat ini ditandai oleh pertumbuhan rendah, biaya pembiayaan yang lebih tinggi, volatilitas pasar, fragmentasi geopolitik, dan tekanan belanja baru. Dalam situasi seperti ini, fokus fiskal tidak boleh berhenti pada besaran defisit, tetapi harus mencakup kapasitas membangun *buffer*, memilih instrumen pembiayaan yang tepat, dan menjaga agar pembiayaan negara tidak menekan pembiayaan swasta secara berlebihan. ([IMF](#))

Makalah ini menunjukkan bahwa *buffer* fiskal harus dibangun melalui penguatan penerimaan, prioritas dan efisiensi belanja, pengelolaan utang yang hati-hati, serta kelembagaan fiskal yang kredibel.

Pembiayaan inovatif dapat menjadi perluasan kapasitas fiskal yang sangat berguna, terutama untuk proyek berkelanjutan, infrastruktur, dan mitigasi risiko bencana. Namun inovasi pembiayaan bukan pengganti disiplin fiskal; ia hanya berguna bila berada dalam kerangka tata kelola risiko yang kuat. ([OECD](#))

Risiko *crowding-out* harus dipandang secara serius, terutama di pasar domestik yang belum sepenuhnya dalam. Akan tetapi, pembiayaan publik yang produktif dan dikelola baik juga dapat menciptakan *crowding-in*, yaitu mendorong investasi swasta melalui peningkatan produktivitas dan perbaikan infrastruktur. Karena itu, isu sentralnya bukan sekadar besar-kecilnya utang publik, melainkan kualitas penggunaan pembiayaan dan kualitas institusi yang mengelolanya. ([World Bank](#))

Bagi Indonesia, tantangannya adalah menjaga reputasi fiskal yang hati-hati sambil membiayai transformasi ekonomi, transisi hijau, dan kebutuhan sosial yang makin besar. Jalan ke depan bukan fiskal yang pasif, tetapi fiskal yang cerdas: disiplin namun adaptif, inovatif namun transparan, ekspansif bila perlu namun tetap dalam koridor keberlanjutan. Itulah hakikat ketahanan fiskal modern. ([Kemenkeu Media](#))

---

## Glosarium

**Ketahanan fiskal:** kemampuan negara menjaga stabilitas anggaran, pembiayaan, dan pelayanan publik dalam menghadapi guncangan ekonomi, sosial, atau geopolitik.



**Buffer fiskal:** cadangan ruang kebijakan yang memungkinkan pemerintah menyerap kejutan tanpa segera kehilangan stabilitas fiskal.

**Ruang fiskal (*fiscal space*):** kemampuan pemerintah meningkatkan belanja atau menurunkan pajak tanpa mengganggu keberlanjutan fiskal dan kepercayaan pasar.

**Konsolidasi fiskal:** proses menurunkan defisit dan menstabilkan atau mengurangi rasio utang melalui kombinasi peningkatan penerimaan dan/atau pengendalian belanja.

**Kerangka fiskal jangka menengah:** perencanaan fiskal beberapa tahun ke depan yang memberi arah target defisit, utang, belanja prioritas, dan strategi pembiayaan.

**Pembiayaan inovatif:** pendekatan pembiayaan di luar pola konvensional, seperti green bonds, sukuk hijau, *blended finance*, KPBU, atau instrumen kontinjensi.

**Green bond / green sukuk:** surat utang atau sukuk yang hasil penerbitannya digunakan untuk proyek-proyek ramah lingkungan atau mitigasi/adaptasi iklim.

**Blended finance:** kombinasi dana publik/pembangunan dan modal swasta untuk meningkatkan kelayakan dan menarik investasi pada proyek tertentu.

**KPBU:** Kerja Sama Pemerintah dan Badan Usaha, yaitu skema pembiayaan dan penyediaan infrastruktur melalui kemitraan pemerintah dengan sektor swasta.

**Kewajiban kontinjensi:** kewajiban yang baru muncul jika kondisi tertentu terjadi, misalnya realisasi penjaminan pemerintah.

**Crowding-out:** keadaan ketika pembiayaan negara menyerap dana pasar dan menekan pembiayaan untuk sektor swasta.

**Crowding-in:** keadaan ketika investasi atau belanja publik mendorong investasi swasta karena meningkatkan produktivitas atau menurunkan hambatan usaha.

**Sovereign-bank nexus:** keterkaitan erat antara kesehatan fiskal pemerintah dan neraca perbankan, terutama ketika bank memegang banyak surat utang pemerintah.

**Debt management strategy:** strategi pengelolaan utang untuk menyeimbangkan biaya dan risiko, termasuk risiko suku bunga, kurs, dan pembiayaan ulang.

**Instrumen kontinjensi:** instrumen keuangan yang pembayaran atau manfaatnya menyesuaikan keadaan tertentu, misalnya bencana atau pertumbuhan ekonomi.

---

## Daftar Pustaka

Asian Development Bank. (2025). *Indonesia market summary*.

AsianBondsOnline. ([AsianBondsOnline](#))

Bank Indonesia. (2024). *BPPU 2030: Strategi akselerasi pendalaman pasar uang dan pasar valuta asing untuk Indonesia maju*. Dalam *Laporan Perekonomian Indonesia 2024*.

Bank Dunia. (2025). *Global Economic Prospects*. Washington, DC: World Bank. ([Open Knowledge Portal](#))

Bank Dunia. (2025). *Islamic finance and climate agenda: From green sukuk to resilience*. Washington, DC: World Bank.

Bank Dunia. (2025). *Disaster Risk Financing and Insurance Program*. Washington, DC: World Bank. ([World Bank](#))

*Rudy C Tarumingkeng*: *Ketahanan Fiskal di Era Ketidakpastian Global: Strategi Buffer, Pembiayaan Inovatif, dan Risiko Crowding-Out*

Francois, J. N., Maty Konte, K., & Ruch, F. U. (2024). "Crowding in" effect of public investment on private investment revisited (Policy Research Working Paper). World Bank. ([World Bank](#))

International Monetary Fund. (2017). *State-contingent debt instruments for sovereigns*. Washington, DC: IMF. ([IMF](#))

International Monetary Fund. (2025a). *Fiscal Monitor: Fiscal policy under uncertainty*. Washington, DC: IMF. ([IMF](#))

International Monetary Fund. (2025b). *Fiscal Monitor: Spending smarter*. Washington, DC: IMF. ([IMF](#))

International Monetary Fund. (2025c). *Fiscal Monitor, April 2025: Chapter 1 online annexes*. Washington, DC: IMF. ([IMF](#))

International Monetary Fund. (2025d). *Debt vulnerabilities in low-income countries: Recent developments and trends*. Washington, DC: IMF. ([IMF](#))

Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Medium-term debt portfolio management strategy 2025–2029*. Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. ([Kemenkeu API](#))

Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2025). *Nota Keuangan beserta RAPBN Tahun Anggaran 2026*. Jakarta: Kementerian Keuangan RI. ([Kemenkeu Media](#))

Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2026). *APBN KiTa: Realisasi APBN s.d. 31 Januari 2026*. Jakarta: Kementerian Keuangan RI. ([Kemenkeu Media](#))

Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2025). *Blended finance: Antara manfaat dan tantangan dalam penerapannya*. Portal KPBU. ([KPBU](#))

OECD. (2025a). *Asia Capital Markets Report 2025: Sustainable bonds*. Paris: OECD. ([OECD](#))

*Rudy C Tarumingkeng* : *Ketahanan Fiskal di Era Ketidakpastian Global: Strategi Buffer, Pembiayaan Inovatif, dan Risiko Crowding-Out*

OECD. (2025b). *Mobilising private finance for development, climate and biodiversity in emerging markets and developing economies*. Paris: OECD. [\(OECD\)](#)

---

Copilot for this article - Chatgpt 5.2 Thinking. Access date: 28 Februari 2026. Prompting on Writer's account [\(Rudy C Tarumingkeng\)](#)

<https://chatgpt.com/c/69a393bb-f5c4-839e-a771-77682cd96f04>