



# CSIS COMMENTARIES

*CSIS Commentaries is a platform where policy researchers and analysts can present their timely analysis on various strategic issues of interest, from economics, domestic political to regional affairs. This commentaries serves as a medium for experts to disseminate knowledge and share perspectives in two languages – Bahasa Indonesia and English, enabling a diverse readership to engage with the content. Analyses presented in CSIS Commentaries represent the views of the author(s) and not the institutions they are affiliated with or CSIS Indonesia. Please contact the editorial team for any enquiries at [publication@csis.or.id](mailto:publication@csis.or.id)*

**CSIS Commentaries CSISCOM01226**

May 18<sup>th</sup>, 2026

## **Tekanan Likuiditas Fiskal Indonesia: Skenario dan Arah Kebijakan**

Dwi Wulan

*Peneliti, Departemen Ekonomi, CSIS*

[dwiwulan@csis.or.id](mailto:dwiwulan@csis.or.id)

Deni Friawan

*Peneliti Senior, Departemen Ekonomi, CSIS*

[deni.friawan@csis.or.id](mailto:deni.friawan@csis.or.id)

Tulisan ini menganalisis likuiditas fiskal Indonesia di tengah meningkatnya ketidakpastian eksternal, dengan argumen bahwa risiko fiskal lebih sensitif terhadap tekanan likuiditas dibandingkan solvabilitas. Tekanan ini bersumber dari tiga faktor struktural: 1) rigiditas belanja,

2) kenaikan kewajiban pembayaran utang, dan 3) tingginya paparan terhadap guncangan harga minyak. Dengan kerangka arus kas, tulisan ini menunjukkan bahwa dalam skenario terburuk, terutama jika harga minyak mentah Indonesia (ICP) bertahan di atas USD 100 per barel, tekanan likuiditas dapat meningkat meskipun aturan fiskal dipatuhi. Di sisi lain, penyesuaian belanja yang tepat waktu dapat secara signifikan meningkatkan ketahanan fiskal. Temuan ini menekankan pentingnya fleksibilitas fiskal, kehati-hatian pengelolaan utang, dan kecukupan kas dalam menjaga stabilitas.

## Pendahuluan

Keberlanjutan fiskal umumnya dinilai melalui perspektif solvabilitas, dengan rasio utang terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) sebagai indikator utama. Namun, pengalaman di berbagai negara berkembang menunjukkan bahwa krisis fiskal sering bermula dari krisis likuiditas, yaitu ketika pemerintah kesulitan memenuhi kewajiban jangka pendek meskipun utang jangka panjang masih terkendali. Reinhart dan Rogoff (2009)<sup>1</sup> mencatat bahwa perubahan mendadak pada kepercayaan investor dan akses pembiayaan, bukan tingginya rasio utang, yang kerap menjadi pemicu awal krisis.

Dalam konteks ini, Indonesia menjadi kasus yang menarik. Secara solvabilitas, posisi fiskal Indonesia relatif terjaga, dengan rasio utang berada di kisaran 40-41 persen dari PDB dan defisit dalam batas tiga persen. Hal ini mencerminkan komitmen jangka panjang pemerintah dalam menjaga kehati-hatian fiskal. Namun, sebagaimana disebutkan oleh Blanchard (2019)<sup>2</sup>, fokus berlebihan terhadap rasio utang dapat mengaburkan dimensi risiko lain, terutama kerentanan terhadap kenaikan suku bunga dan penyempitan ruang fiskal.

Resiko terhadap likuiditas fiskal Indonesia menjadi kompleks di tengah meningkatnya ketegangan geopolitik global akibat konflik di Timur Tengah antara Iran dan AS-Israel. Sistem fiskal Indonesia kini terpapar tekanan likuiditas dari tiga faktor struktural secara bersamaan: 1) meningkatnya rigiditas belanja akibat komitmen program sosial dan transfer berskala besar, 2) melonjaknya kewajiban pembayaran utang pasca ekspansi fiskal saat pandemi COVID-19, dan 3) meningkatnya kerentanan anggaran terhadap fluktuasi harga minyak yang secara langsung memengaruhi belanja subsidi energi.

Sebagaimana ditekankan oleh *International Monetary Fund* (IMF), *World Bank*, dan *Asian Development Bank* (ADB), dinamika ini menyoroti risiko fiskal lebih tepat diukur melalui indikator likuiditas seperti tingkat kecukupan kas (*cash buffer ratio*) daripada sekadar indikator solvabilitas.

---

<sup>1</sup> Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.

<sup>2</sup> Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, 109(4), 1197–1229. <https://doi.org/10.1257/aer.20181169>

Dalam kondisi guncangan geopolitik, interaksi antara rigiditas belanja, beban utang yang meningkat, dan volatilitas harga minyak berpotensi menghasilkan tekanan pada kas pemerintah dan kebutuhan pembiayaan jangka pendek yang kemudian menguji ketahanan pengelolaan fiskal Indonesia.

### **Analisis Sensitivitas Defisit Fiskal**

Sebagai analisis awal, penulis memetakan repons defisit fiskal terhadap kombinasi guncangan harga minyak mentah Indonesia (ICP) dan nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar menggunakan heatmap 2x2 untuk menyoroti kondisi di mana tekanan likuiditas fiskal meningkat. Asumsi makro dasar menggunakan asumsi resmi pemerintah, yaitu harga minyak ICP di USD 70 per barel dan nilai tukar di Rp 16.500 per USD. Parameter sensitivitas resmi pemerintah juga diterapkan: 1) kenaikan ICP sebesar USD 1 per barel meningkatkan subsidi sebesar Rp 10,3 triliun dan pendapatan Rp 3,6 triliun, dan 2) depresiasi nilai tukar sebesar Rp 100 memperlebar defisit fiskal Rp 0,8 triliun. Asumsi tanpa *spillover effect* antar komponen pendapatan dan pengeluaran.

Tabel 1 menyajikan beberapa pola penting. Temuan paling utama adalah harga minyak merupakan pendorong utama memburuknya kondisi fiskal, dibandingkan nilai tukar Rupiah. Pada nilai tukar acuan pemerintah di Rp 16.500 per USD, defisit melebar dari 2,42 persen per PDB jika harga minyak USD 60 per barrel menjadi 4,00 persen per PDB jika harga minyak menyentuh USD 120 per barel. Ambang batas defisit fiskal 3,00 persen per PDB terlewati pada saat harga minyak menyentuh USD 85 per barel. Hal ini mencerminkan toleransi yang relatif rendah terhadap kenaikan harga minyak yang berkelanjutan. Ini diakibatkan peran struktural subsidi energi yang tidak hanya sebagai *quasi-automatic stabilizer*, namun juga mempersempit ruang fiskal.

Pola penting lainnya adalah non-linearitas risiko fiskal di atas kisaran USD 85-90 per barel. Di luar titik ini, sistem menunjukkan *convex risk exposure*, yang mana guncangan pada harga minyak menghasilkan dampak fiskal yang tidak proporsional dan semakin sulit dikendalikan melalui penyesuaian bertahap. Non-linearitas ini sangat relevan dalam guncangan geopolitik, di mana lonjakan harga minyak cenderung mendadak dan persisten.

Sementara harga minyak menentukan arah pergerakan fiskal, nilai tukar berperan sebagai penguat efek dari pergerakan harga minyak. Pada tingkat harga minyak USD 100 per barel, defisit fiskal hanya bergerak dari 3,46 persen per PDB ketika nilai tukar di Rp 16.000 per USD menjadi 3,52 persen ketika nilai tukar di Rp 18.000 per USD. Gradien yang kecil ini mengindikasikan bahwa kerentanan fiskal lebih didorong paparan harga komoditas dibandingkan fluktuasi nilai tukar Rupiah.

Dari perspektif likuiditas, tekanan dapat muncul jauh sebelum masalah solvabilitas terjadi. Dalam skenario harga minyak di atas USD 100 per barel dengan nilai tukar Rp 17.000, defisit mendekati 3,5-4,0 persen dari PDB. Hal ini mempertegas dilemma yang dihadapi pembuat

kebijakan: menjaga kredibilitas fiskal di satu sisi, dan mengelola tekanan sosial-politik di sisi lain, terutama mengingat tingginya sensitivitas kebijakan subsidi energi.

Tabel 1. Sensitivitas defisit fiskal terhadap pergerakan harga minyak dan Rupiah (persentase dari PDB)

		Harga minyak (USD / barel)												
		60	65	70	75	80	85	90	95	100	105	110	115	120
USD / IDR	16.000	(2,40)	(2,53)	(2,66)	(2,80)	(2,93)	(3,06)	(3,19)	(3,33)	(3,46)	(3,59)	(3,72)	(3,85)	(3,99)
	16.250	(2,41)	(2,54)	(2,67)	(2,80)	(2,94)	(3,07)	(3,20)	(3,33)	(3,47)	(3,60)	(3,73)	(3,86)	(3,99)
	16.500	(2,42)	(2,55)	(2,68)	(2,81)	(2,94)	(3,08)	(3,21)	(3,34)	(3,47)	(3,61)	(3,74)	(3,87)	(4,00)
	16.750	(2,42)	(2,56)	(2,69)	(2,82)	(2,95)	(3,08)	(3,22)	(3,35)	(3,48)	(3,61)	(3,75)	(3,88)	(4,01)
	17.000	(2,43)	(2,56)	(2,70)	(2,83)	(2,96)	(3,09)	(3,22)	(3,36)	(3,49)	(3,62)	(3,75)	(3,89)	(4,02)
	17.250	(2,44)	(2,57)	(2,70)	(2,84)	(2,97)	(3,10)	(3,23)	(3,36)	(3,50)	(3,63)	(3,76)	(3,89)	(4,03)
	17.500	(2,45)	(2,58)	(2,71)	(2,84)	(2,98)	(3,11)	(3,24)	(3,37)	(3,50)	(3,64)	(3,77)	(3,90)	(4,03)
	17.750	(2,45)	(2,59)	(2,72)	(2,85)	(2,98)	(3,12)	(3,25)	(3,38)	(3,51)	(3,64)	(3,78)	(3,91)	(4,04)
	18.000	(2,46)	(2,59)	(2,73)	(2,86)	(2,99)	(3,12)	(3,26)	(3,39)	(3,52)	(3,65)	(3,78)	(3,92)	(4,05)

Sumber: Estimasi penulis

### Skenario Uji Tekanan Likuiditas (*Liquidity Stress Test Scenario*)

Untuk mengukur risiko secara empiris, makalah ini merekonstruksi kerangka arus kas fiskal tahun 2026 menggunakan data realisasi anggaran bulanan. Data realisasi bulan Januari-Maret 2026 digabungkan dengan proyeksi realisasi anggaran bulan April-Desember berdasarkan rata-rata tren realisasi anggaran bulanan di tahun 2014-2019. Simulasi menggunakan perkiraan Saldo Anggaran Lebih (SAL) di Bank Indonesia per akhir Maret 2026 sebesar Rp 120 triliun, diturunkan dari total SAL sebesar Rp 420 triliun dengan asumsi sekitar Rp 300 triliun beredar di sistem perbankan<sup>3</sup>. Asumsi makro dasar dan parameter sensitivitas menggunakan estimasi resmi pemerintah. Analisis ini juga menggunakan asumsi tidak ada *spillover effect* antara komponen pendapatan dan pengeluaran.

Kerangka arus kas disusun berdasarkan dua dimensi analisis. Pertama, kerangka mempertimbangkan tiga skenario yang mencerminkan seberapa besar penyesuaian belanja

<sup>3</sup> Kompas. (2026, April 7). *Pemerintah Kantongi Sal Rp 420 Triliun, SIAP Hadapi Lonjakan Harga minyak*. Kompas.com. <https://money.kompas.com/read/2026/04/07/123656526/pemerintah-kantongi-sal-rp-420-triliun-siap-hadapi-lonjakan-harga-minyak>

dilakukan. Kedua, setiap skenario dievaluasi dalam tiga Kasus 2 berdasarkan asumsi makroekonomi berupa harga minyak (ICP) dan nilai tukar Rupiah. Rincian masing-masing skenario dan kasus disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Asumsi Skenario dan Kasus dalam Analisis Arus Kas

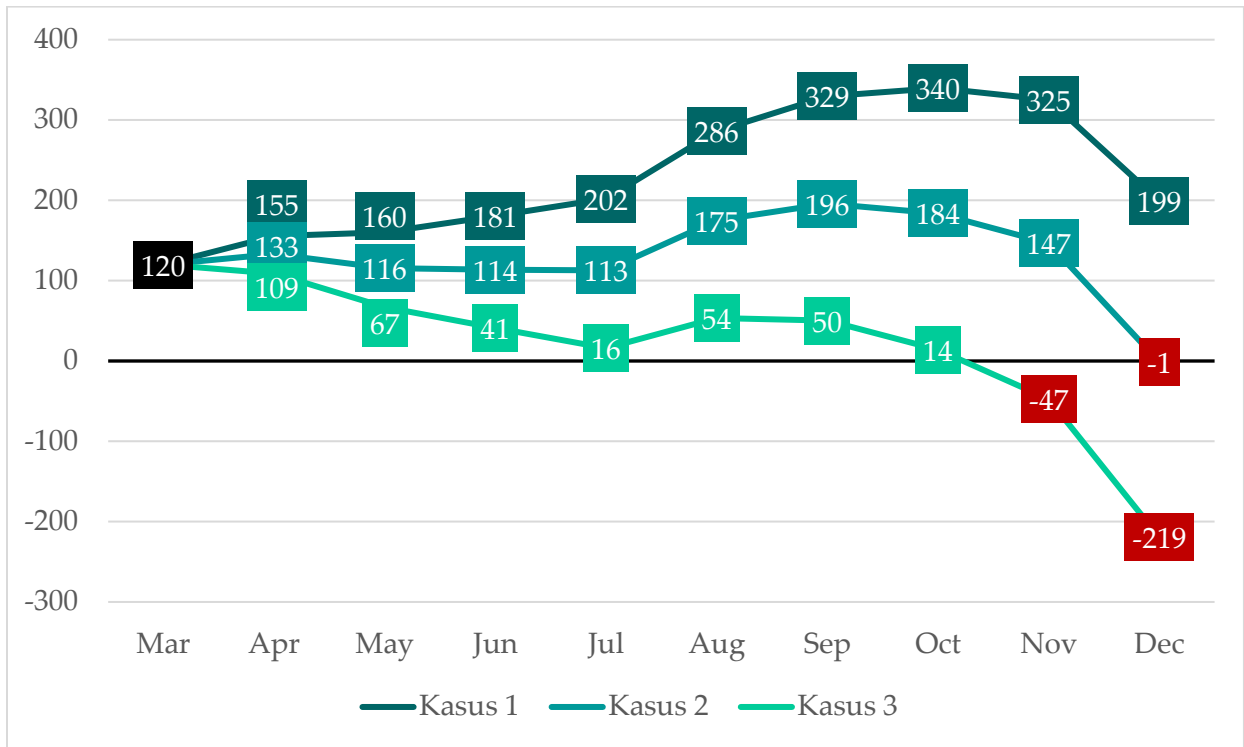
Skenario	Deskripsi Penyesuaian Belanja	Asumsi Makroekonomi
Skenario 1	<b>Tanpa penyesuaian belanja</b> Program Makan Bergizi Gratis (MBG) berjalan sesuai yang direncanakan di awal tahun	<b>Kasus 1</b> - ICP: USD 70/barrel, Rp 16.500 / USD
Skenario 2	<b>Penyesuaian belanja secara moderat</b> Pengurangan satu hari operasional program MBG sejak bulan April	<b>Kasus 2</b> - ICP: USD 102/barrel, Rp 17.300 / USD
Skenario 3	<b>Penyesuaian belanja secara masif</b> Pemangkasan jumlah penerima MBG dari 82,9 juta menjadi 11,3 juta (hanya kelompok berpenghasilan rendah) sejak bulan April	<b>Kasus 3</b> - ICP: USD 138/barrel, Rp 17.300 / USD

Sumber: Estimasi penulis

#### *Skenario 1: Tanpa Penyesuaian Belanja*

Gambar 1 menunjukkan bahwa pada Kasus 1, saldo kas tetap positif sepanjang tahun dan ditutup dengan tingkat Rp 199,4 triliun di bulan Desember. Hal ini mengindikasikan tanpa guncangan eksternal, likuiditas fiskal tetap terkendali. Namun gambaran ini berubah signifikan pada tekanan yang lebih tinggi. Pada Kasus 2, saldo kas menyentuh area negatif di akhir tahun (- Rp 1,1 triliun), dengan penurunan yang terkonsentrasi di kuartal IV ketika pembayaran subsidi, belanja modal, dan kewajiban utang memuncak secara bersamaan. Pada Kasus 3, deteriorasi berlangsung cepat dan non-linear, di mana saldo menyentuh area negatif sejak bulan November dan mencapai angka -Rp 219,4 triliun pada bulan Desember. Hal ini mencerminkan efek gabungan dari tekanan subsidi, rigiditas belanja, dan kewajiban utang yang persisten.

Gambar 1. Estimasi arus kas bulanan tahun 2026 untuk Skenario 1

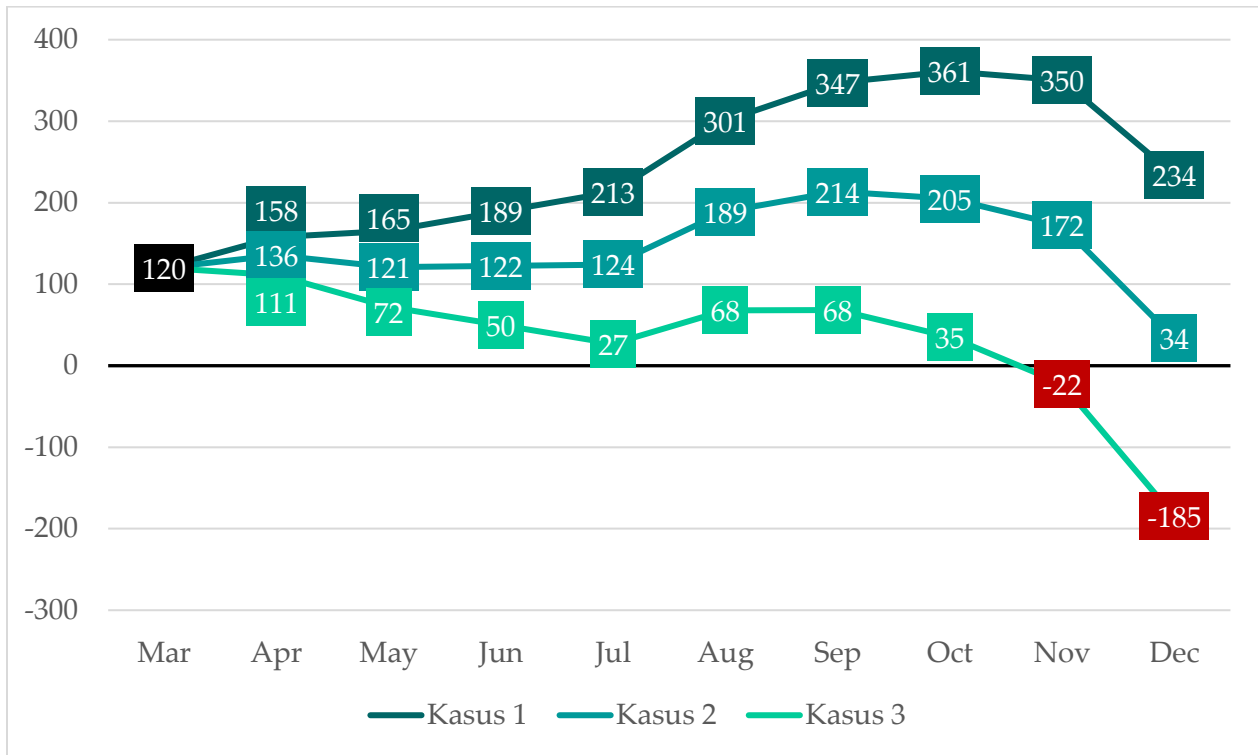


Sumber: Estimasi penulis

*Skenario 2: Penyesuaian Belanja secara Moderat*

Gambar 2 menunjukkan estimasi arus kas dengan pemangkasan belanja MBG selama satu hari. Jika dibandingkan Skenario 1, pola arus kas pada Skenario 2 membaik cukup signifikan. Saldo kas pada Kasus 1 dan Kasus 2 tetap positif hingga akhir tahun, yang mana mencerminkan dampak positif efisiensi belanja terhadap ketahanan likuiditas. Estimasi penulis menunjukkan SAL baru menyentuh area negatif apabila ICP bertahan di kisaran USD 106 dan nilai tukar di IDR 17,300/USD. Pada Kasus 3, tekanan likuiditas masih terjadi dengan SAL menyentuh area negatif pada bulan November dan memburuk hingga menyentuh angka -Rp 184,7 triliun pada bulan Desember. Namun, kedalamannya masih lebih terbatas dibandingkan dengan Skenario 1. Hal ini menunjukkan bahwa efisiensi belanja yang bersifat moderat dapat meredam, meskipun belum sepenuhnya menghilangkan, risiko likuiditas.

Gambar 2. Estimasi arus kas bulanan tahun 2026 untuk Skenario 2

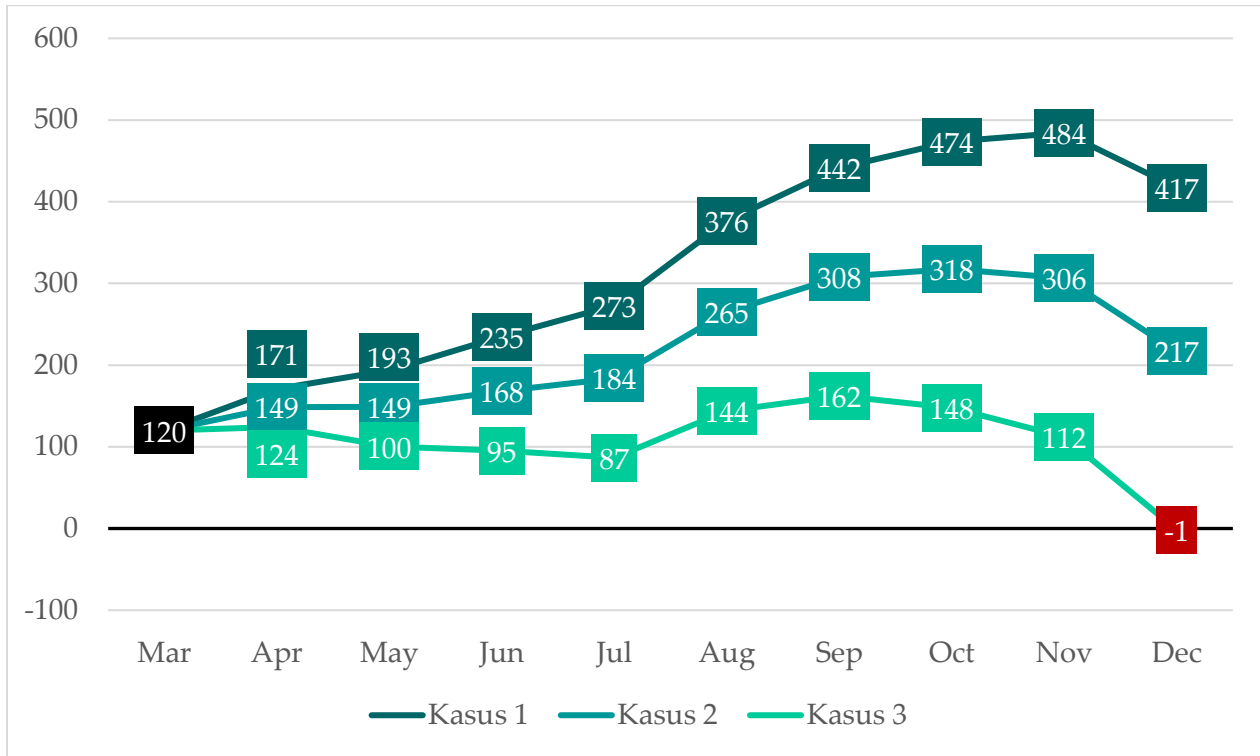


Sumber: Estimasi penulis

*Skenario 3: Penyesuaian Belanja secara Masif*

Penulis mengestimasi bahwa pemangkasan anggaran secara masif untuk program MBG dapat menciptakan ruang fiskal sebesar Rp251,3 triliun. Berdasarkan estimasi arus kas di Gambar 3, pemangkasan ini mengurangi sensitivitas arus kas terhadap guncangan harga minyak secara signifikan. Pada Kasus 2, pemerintah dapat menutup tahun dengan estimasi SAL di bulan Desember sebesar Rp 217 triliun, jauh lebih tinggi dibandingkan estimasi SAL di akhir bulan Maret. SAL baru masuk ke dalam area negatif pada Kasus 3 atau pada saat harga ICP menyentuh USD 138,5, level yang secara historis ekstrem dan belum pernah terjadi untuk tingkat harga ICP. Sementara, angka ini terakhir terlihat untuk harga minyak Brent di saat puncak invasi Rusia ke Ukraina di tahun 2022.

Gambar 3. Estimasi arus kas bulanan tahun 2026 untuk Skenario 3



Sumber: Estimasi penulis

Perbandingan ketiga skenario menegaskan bahwa fleksibilitas fiskal merupakan penentu utama untuk ketahanan likuiditas di tengah guncangan eksternal saat ini. Jika anggaran dijalankan tanpa penyesuaian, tekanan pada arus kas muncul lebih awal dan lebih dalam. Sementara, jika anggaran dijalankan dengan penyesuaian yang masif, deteriorasi tertunda secara signifikan dan hanya terjadi pada kondisi eksternal yang ekstrem.

### Arah kebijakan

Secara keseluruhan, hasil ini memberikan konsepsi struktural yang penting: ruang gerak pada fiskal yang minim merupakan *amplifier* utama risiko likuiditas. Sebaliknya, penyesuaian belanja, meski hanya secara parsial, dapat mengurangi sensitivitas dan besarnya tekanan fiskal dari guncangan eksternal secara signifikan. Dalam konteks ini, penguatan fleksibilitas belanja, khususnya untuk program besar dan diskresioner, menjadi pilar utama untuk pengelolaan likuiditas fiskal yang efektif.

Mengacu pada hasil analisis ini, prioritas kebijakan yang penting adalah memperluas pengelolaan kebijakan fiskal di luar indikator solvabilitas berupa defisit per PDB dan tingkat utang per PDB, menuju indikator likuiditas berupa penilaian risiko arus kas yang lebih

komprehensif. Langkah ini sangat penting mengingat adanya lingkungan global dengan suku bunga yang lebih tinggi, ketidakpastian geopolitik yang bersinambung, dan pasar komoditas yang lebih fluktuatif. Beberapa prioritas kebijakan muncul dari analisis ini.

Pertama, memperkuat tata kelola dalam memantau kebutuhan pembiayaan bruto, jadwal jatuh tempo (*debt rollover*), dan SAL bulanan dalam tahun berjalan yang akan meningkatkan transparansi sekaligus kepercayaan investor. Selain itu, pembentukan cadangan kas operasional (*cash buffer*) yang bersifat formal, dengan mengacu pada kebutuhan pembiayaan jangka pendek dan komitmen belanja tahunan, dapat meminimalisir kemungkinan terjadinya penyesuaian pembiayaan yang mengganggu stabilitas di saat kondisi pasar sedang bergejolak. Langkah-langkah tersebut akan menandakan pergeseran menuju strategi fiskal yang lebih proaktif dan sadar risiko di tengah kondisi keuangan global yang semakin ketat dan peningkatan ketidakpastian geopolitik.

Kedua, melakukan reformasi struktural untuk meningkatkan fleksibilitas belanja merupakan langkah yang esensial. Analisis penulis menunjukkan bahwa rasionalisasi, meski hanya sebagian, dari program yang besar dan berkembang secara pesat, seperti program makan gratis di sekolah dan subsidi energi, dapat secara signifikan memperkuat likuiditas fiskal. Penyertaan mekanisme pendukung ke dalam inisiatif belanja utama, seperti mekanisme tinjauan program berkala, ketentuan penghentian program (*sunset provisions*), dan penyesuaian belanja ketika keadaan darurat, akan memungkinkan pemerintah untuk mempertahankan tujuan sosial di dalam APBN sembari mempertahankan fleksibilitas dalam merealokasi sumber daya saat terjadi guncangan ekonomi. Dalam jangka panjang, reformasi kelembagaan yang demikian dapat membantu memulihkan ruang fiskal diskresioner yang secara bertahap tergerus oleh kewajiban transfer yang diamanatkan secara hukum, komitmen belanja pegawai, dan skema subsidi yang sensitif secara politik.

Ketiga, memperpanjang rata-rata jangka waktu pinjaman dan mempertahankan basis investor yang terdiversifikasi dapat membantu memitigasi tekanan perpanjangan utang (*debt rollover*) dan menstabilkan biaya pinjaman. Komunikasi strategi fiskal yang jelas dan kredibel, serta didukung oleh konsistensi dalam kepatuhan terhadap aturan fiskal, akan sangat penting dalam menstabilkan ekspektasi pasar dan menjaga akses ke pembiayaan dalam kondisi global yang kurang menguntungkan.

Keempat, peningkatan pendapatan pemerintah sangat penting untuk memperluas ruang fiskal. Rasio pajak terhadap PDB Indonesia masih relatif rendah dibandingkan dengan negara berpenghasilan menengah lainnya. Meningkatkan kepatuhan pajak, memperluas basis pajak, dan memperkuat administrasi pajak digital dapat secara signifikan meningkatkan pendapatan tanpa membebani wajib pajak secara berlebihan. Memperluas basis PPN dan mengurangi pengecualian pajak juga dapat meningkatkan efisiensi sistem pajak.

Pada akhirnya, inti konsepsi dari tulisan ini adalah keberlanjutan fiskal di negara berkembang semakin ditentukan oleh kapasitas mengelola likuiditas dalam ketidakpastian daripada hanya oleh tingkat utang atau solvabilitas saja. Kerangka fiskal Indonesia telah memberikan peningkatan stabilitas yang penting selama dua dekade terakhir, tetapi tekanan struktural yang berkembang sekarang membutuhkan pendekatan manajemen risiko fiskal yang lebih modern. Dengan memperkuat tata kelola dalam menjaga likuiditas, meningkatkan fleksibilitas fiskal, dan memperkuat kapasitas pendapatan, Indonesia dapat menjaga kredibilitas makroekonomi sambil mempertahankan ruang kebijakan yang diperlukan untuk mendukung pertumbuhan inklusif dan menavigasi lanskap ekonomi global yang lebih fluktuatif.

**CSIS Indonesia, Pakarti Centre Building, Indonesia 10160**

**Tel: (62-21) 386 5532 | Fax: (6221) 384 7517 | [csis.or.id](http://csis.or.id)**

**Please contact the editorial team for any enquiries at**

**[publication@csis.or.id](mailto:publication@csis.or.id)**