



KESINAMBUNGAN FISKAL INDONESIA PADA MASA PANDEMI COVID-19

Imam Rusdiyantoro
Universitas Indonesia

Robert A. Simanjuntak
Universitas Indonesia

Alamat Korespondensi: imam.rusdiyantoro@ui.ac.id

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
[25 07 2022]

Dinyatakan Diterima
[27 08 2022]

KATA KUNCI:

fungsi reaksi fiskal, kesinambungan fiskal, utang pemerintah, keseimbangan primer

KLASIFIKASI JEL: E62, H72.

ABSTRACT

Indonesia's fiscal sustainability faces major challenges in efforts to reduce the negative impact of the Covid-19 crisis on the Indonesian economy. Using the fiscal reaction function, this study attempts to measure Indonesia's fiscal sustainability in the face of the crisis caused by the Covid-19 pandemic. Empirically, based on data from 1980-2021 and using OLS (Newey-West HAC) indicate that Indonesia's fiscal sustainability is maintained. The Government has strong and positive reaction to maintained fiscal sustainability which is reflected in the primary balance during the period of study. Countercyclical policies through expansionary fiscal policies during the Covid-19 crisis are indicated to have a negative effect on Indonesia's fiscal. For that, a strong and consistent primary balance surplus response is needed in the next few years to create fiscal space. This is important for Indonesia's fiscal policy to deal with shocks that may occur due to the ongoing global economic uncertainty.

ABSTRAK

Kesinambungan fiskal Indonesia menghadapi tantangan besar dalam upaya mengurangi dampak negatif krisis Covid-19 terhadap perekonomian Indonesia. Studi ini dilakukan untuk mengukur kesinambungan fiskal Indonesia pada masa krisis Covid-19 menggunakan model *fiscal reaction function*. Berdasarkan data periode tahun 1980 sampai 2021, hasil estimasi yang dilakukan secara empiris dengan menggunakan OLS (Newey-West HAC) mengindikasikan bahwa fiskal Indonesia tetap terjaga kesinambungannya. Kondisi tersebut dibuktikan dengan reaksi fiskal yang positif dan kuat yang dilakukan oleh Pemerintah selama periode penelitian. Kebijakan *countercyclical* melalui kebijakan fiskal yang ekspansif pada masa krisis Covid-19 diindikasikan memberikan efek negatif pada fiskal Indonesia. Untuk itu, diperlukan respon surplus *primary balance* yang kuat dan konsisten dalam beberapa tahun ke depan untuk menciptakan ruang fiskal. Hal tersebut penting dilakukan dalam menghadapi *shock* yang mungkin terjadi akibat ketidakpastian ekonomi global yang masih berjalan.

1. PENDAHULUAN

1.1. Pentingnya Kesenambungan Fiskal

Kebijakan fiskal memiliki peranan yang penting dalam pembangunan perekonomian suatu negara. Setidaknya terdapat tiga sasaran penting kebijakan fiskal yang dapat dicapai, yaitu i) menjaga stabilitas ekonomi makro, ii) mewujudkan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan, dan iii) mengurangi angka kemiskinan. Untuk mewujudkan tiga sasaran tersebut di atas, Musgrave (2008) menyebutkan terdapat tiga fungsi kebijakan fiskal sebagai instrumen, yaitu: i) fungsi alokasi (*allocation functions*), ii) fungsi distribusi (*distributive function*), dan iii) fungsi pengendali (*stabilization functions*). Pentingnya peranan kebijakan fiskal tersebut, menjadi landasan perlunya fiskal yang berkesinambungan.

Kesinambungan fiskal Indonesia menjadi isu yang menarik pasca terjadinya krisis krisis dampak pandemi Corona Virus Disease 2019 (Covid-19). Krisis yang terjadi berdampak terhadap tingkat utang pemerintah di sebagian negara, termasuk Indonesia. Tidak hanya bagi negara berkembang, peningkatan utang pemerintah yang tajam di negara maju akibat dari krisis ekonomi dan keuangan global telah menimbulkan kekhawatiran yang serius tentang kesinambungan fiskal, dampak ekonomi dan pasar keuangan yang lebih luas (Kumar & Woo, 2010). Untuk itu, sangat penting bagi Indonesia untuk menjalankan kebijakan fiskal yang berkesinambungan untuk mencegah terjadinya kembali krisis dimasa mendatang (Marks, 2004).

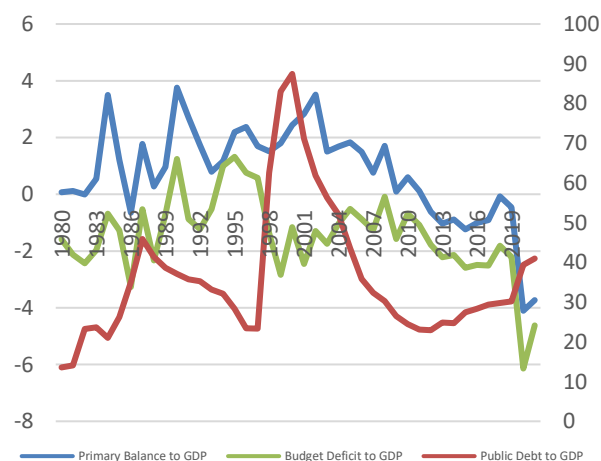
1.2. Perkembangan Fiskal Indonesia

Kebijakan fiskal Indonesia dilakukan mengikuti dinamika perekonomian domestik dan global (lihat Gambar 1). Pada tahun 1980-1990, tren rasio utang terhadap produk domestik bruto (PDB) atau *debt to GDP ratio* mengalami kenaikan di tengah terjadinya penurunan pertumbuhan ekonomi dan penerimaan negara akibat berakhirnya era *oil boom* (Hill, 2000). Untuk menjaga fiskal yang sehat, Pemerintah merespon dengan mengurangi defisit dan menjaga surplus keseimbangan primer terhadap PDB (*primary balance to GDP ratio*) sebesar rata-rata 1,85% sehingga *debt to GDP ratio* mengalami tren penurunan pada tahun 1988-1997 dari sebesar 45,9% menjadi 23,3%. Terjadinya krisis keuangan Asia (*Asian Financial Crisis*) tahun 1997-1998 kembali meningkatkan *debt to GDP ratio* hingga mencapai angka tertinggi sebesar 87,4% pada tahun 2000. Kebijakan fiskal yang tepat pada tahun 1999-2007 dengan rasio defisit terhadap PDB (*budget deficit to GDP ratio*) yang relatif kecil sebesar rata-rata 0,2% dan surplus *primary balance to GDP ratio* hingga rata-rata 2%, mampu menurunkan *debt to GDP ratio* dari semula 87,4% menjadi 32,3%.

Disiplin fiskal berlanjut hingga tahun 2012 yang mampu menurunkan *Debt to GDP Ratio* menjadi 23%,

meskipun terjadi krisis keuangan global (*Global Financial Crisis*) pada tahun 2008. Kebijakan fiskal ekspansif untuk mengejar keteringgalan infrastruktur dan peningkatan kualitas sumber daya manusia (SDM) mengakibatkan fiskal Indonesia masuk pada era periode defisit *primary balance* tahun 2012-2019 yang mencapai 0,8% dengan defisit anggaran 2,2% terhadap PDB. Dampaknya adalah *debt to GDP ratio* merangkak naik menjadi 30,2% tahun 2019. Terjadinya Pandemi Covid-19 pada tahun 2020 mendorong Pemerintah melakukan kebijakan *countercyclical* melalui kebijakan fiskal ekspansif untuk mengurangi dampak krisis yang lebih dalam. Akibatnya, terjadi kenaikan rasio defisit, *primary balance* dan utang Indonesia terhadap PDB menjadi masing-masing sebesar -6,1%; -4,1%; dan 39,4% pada tahun 2020 dan sebesar -4,6%; -3,7%; dan 41% pada tahun 2021.

Gambar 1. Perkembangan Rasio Keseimbangan Primer terhadap PDB, Rasio Defisit Anggaran terhadap PDB, dan Rasio Utang Publik terhadap PDB, 1980-2021



Sumber: Kementerian Keuangan dan IMF (diolah)

1.3. Penelitian Sebelumnya

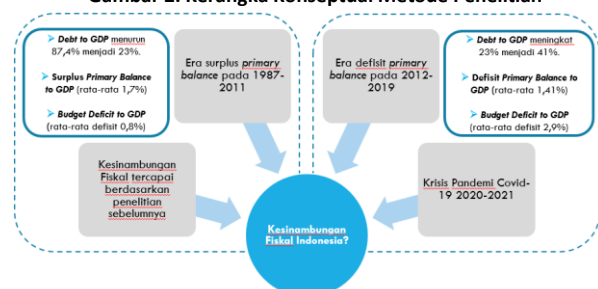
Kesinambungan fiskal Indonesia nampaknya menjadi daya tarik untuk menjadi objek penelitian ditengah ketidakpastian ekonomi akibat pandemi Covid-19 yang terjadi pada tahun 2020 hingga saat ini, yang diindikasikan berpengaruh terhadap fiskal Indonesia. Berbagai penelitian dengan objek fiskal Indonesia yang dilakukan sebelumnya cukup beragam, baik pada penggunaan periode data ataupun metode penelitian. Lestari (2014) menemukan kesinambungan fiskal Indonesia tetap terjaga berdasarkan data 1990-2012, dimana Pemerintah meningkatkan surplus *primary balance* sebesar 0,046% setiap 1% kenaikan utang terhadap PDB. Penelitian yang dilakukan Pamungkas (2016) juga menemukan bahwa kesinambungan fiskal Indonesia dengan menaikkan *primary surplus* sebesar 0,047% untuk merespon akumulasi utang sebesar 1% terhadap PDB untuk periode 1990-2014.

Penelitian menjelang terjadinya Pandemi Covid dilakukan oleh Bui (2019) dan Solikin & Choirunnisah (2019). Nilai reaksi fiskal Indonesia sebesar 0,076% ditemukan oleh Bui (2019) pada saat meneliti reaksi fiskal 22 negara berkembang Asia, termasuk Indonesia dengan periode data tahun 1999-2017. Sementara penelitian Solikin & Choirunnisah (2019) menghasilkan reaksi fiskal sebesar 0,09% dengan periode penelitian yang lebih panjang tahun 1977-2017.

1.4. Rumusan Masalah

Berdasarkan studi yang dilakukan sebelumnya dan perkembangan kebijakan fiskal yang telah dilakukan oleh Pemerintah hingga saat ini, kebijakan fiskal yang *prudent* dan disiplin dinilai mampu mendorong terjaganya kesinambungan fiskal Indonesia. Namun demikian, kebijakan fiskal yang masuk dalam periode defisit keseimbangan primer pada tahun 2012 diindikasikan dapat berpengaruh terhadap kesinambungan fiskal Indonesia. Perlu diketahui bahwa utang pemerintah meningkat kembali dari level terendahnya di tahun 2012 sebesar 23% terhadap PDB akibat dari kebijakan fiskal ekspansif melalui pelebaran defisit untuk pembiayaan infrastruktur dan peningkatan kualitas SDM.

Gambar 2. Kerangka Konseptual Metode Penelitian



Sumber: Hasil Pengolahan Penulis

Ditambah, terjadinya krisis pandemi Covid-19 telah meningkatkan *debt to GDP ratio* secara masif akibat kebijakan *countercyclical* melalui kebijakan fiskal ekspansif untuk mengurangi dampak krisis terhadap perekonomian Indonesia yang lebih dalam. Utang pemerintah yang meningkat kembali dari level terendahnya di tahun 2012 sebesar 23% terhadap PDB menjadi sebesar 41% pada tahun 2021 diindikasikan mempengaruhi kesinambungan fiskal Indonesia. Terlebih, besaran rata-rata defisit mencapai 2,9% terhadap PDB pada periode 2012-2021, dimana angka tersebut mendekati batas maksimum defisit terhadap PDB sebesar 3% seperti yang diatur dalam Undang-undang (UU) No. 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara.

Pentingnya menjaga kesinambungan fiskal dengan dinamika naik turunnya pengelolaan kebijakan fiskal yang dilakukan pada periode 1980-2021 menjadi alasan perlunya melihat kembali kondisi fiskal Indonesia. Di sisi lain, pada tahun 2020-2021 terjadi Pandemi Covid-19 yang diduga mempengaruhi kesinambungan fiskal Indonesia. Dengan latar

belakang tersebut di atas, studi ini bertujuan untuk i) menganalisis dan mengetahui reaksi kebijakan fiskal Pemerintah terhadap kesinambungan fiskal melalui kebijakan keseimbangan primer; dan ii) menganalisis dan mengetahui kondisi kesinambungan fiskal Indonesia.

2. TINJAUAN TEORITIS

2.1. Kesinambungan Fiskal, Utang Pemerintah dan Keseimbangan Primer

Kesinambungan fiskal merupakan kondisi dimana belanja negara dapat dibiayai dengan lancar tanpa menimbulkan peningkatan utang secara masif atau jumlah uang beredar seiring waktu (Adams, Ferrarini, & Park, 2010). Simanjuntak & Panjaitan (2007) mengutarakan bahwa besaran utang, termasuk didalamnya tingkat pertumbuhan utang, merupakan indikator utama kesinambungan fiskal. Hal tersebut penting karena akumulasi jumlah utang secara masif berdampak pada kemampuan fiskal untuk membayar utang dimasa depan (Beqiraj, Fedeli, & Forte, 2018). Agar utang dapat berkurang dan tidak terakumulasi dimasa depan, diperlukannya surplus keseimbangan primer untuk membayar utang karena sifat utang yang *forward looking* atau dapat pula dengan mengurangi defisit keseimbangan primer (Paniagua, Sapena, & Tamarit, 2017; Burger, Stuart, Jooste, & Cuevas, 2011).

Hubungan keseimbangan primer dan utang pemerintah digagas dari hasil studi Bohn (1998) yang meneliti kesinambungan fiskal di Amerika Serikat dengan menggunakan model *fiscal reaction function* yang menghasilkan adanya korelasi positif antara surplus keseimbangan primer dengan utang pemerintah terhadap PDB. Pada dasarnya hal terpenting dalam menjaga kesinambungan fiskal, yaitu adanya reaksi Pemerintah terhadap perkembangan kondisi jumlah akumulasi utang terhadap PDB. Dalam hal ini, apakah jumlah utang yang menurun terhadap PDB tersebut merupakan reaksi kebijakan fiskal secara desain ataukah hanya merupakan faktor keberuntungan semata akibat adanya kenaikan pertumbuhan ekonomi (Bohn, 1998).

Blanchard sebagaimana dijelaskan oleh Chalk & Hemming (2000) menyebutkan dua indikator kesinambungan fiskal yaitu *primary gap* dan *tax gap*. Indikator *primary gap* didasarkan pada keseimbangan defisit primer yang bertujuan untuk mengendalikan rasio utang terhadap PDB. Jika semakin besar nilai defisit maka semakin sulit untuk menormalkan jumlah utang sehingga kebijakan fiskal menjadi tidak berkesinambungan. Adapun *tax gap* merupakan selisih dari *constant debt tax ratio* dengan *current tax ratio*. Jika hasilnya negatif, maka *current tax ratio* dinilai terlalu rendah untuk menstabilkan utang.

Keseimbangan primer atau *primary balance* dapat dapat didefinisikan selisih dari total pendapatan negara

dikurangi dengan belanja negara, kecuali pembayaran bunga. Hubungan *primary balance* dengan utang disampaikan oleh Cuddington (1996) dalam pendekatan *present value constraint* sebagaimana tercantum dalam Keputusan Menteri Keuangan (2010). Dalam pendekatan tersebut, diasumsikan bahwa jumlah utang publik pada waktu tertentu sama dengan *present value* dari *primary balance*. Artinya, peningkatan jumlah utang publik harus diimbangi dengan peningkatan *primary balance* dalam tren yang sama. Dalam kondisi ideal, tren surplus *primary balance* sebaiknya lebih besar dari jumlah utang sehingga mampu mengurangi jumlah utang publik.

2.2. Fiscal Reaction Function dan Government Budget Constraint

Untuk mengukur reaksi atas dinamika utang pemerintah dilakukan melalui *fiscal reaction function* yang digagas oleh Bohn (1998) dan diperkuat oleh Bohn (2007), dimana kebijakan keseimbangan primer yang diambil merupakan reaksi terukur dari suatu akumulasi utang. Dasar dari *fiscal reaction function* yang berupa *government budget constrain* sebagaimana gagasan yang dibuat oleh Bohn (1998). Secara sederhana, *budget constraint* dapat ditunjukkan dengan persamaan sebagai berikut:

$$D_{t+1} = (D_t - S_t) \cdot (1 + R_{t+1}) \dots\dots\dots (1)$$

dimana notasi D_t merupakan utang Pemerintah pada periode $t+1$, D_t adalah utang pada periode berjalan, S_t ialah *primary balance*, dan R_{t+1} merupakan *gross interest factor*.

Hal tersebut sejalan dengan gagasan Blanchard (2017) yang berpendapat bahwa hubungan defisit, *primary balance* dan utang terangkum dalam skema *government budget constraint*. Skema tersebut menyatakan bahwa jumlah utang pemerintah meningkat apabila anggaran pemerintah terjadi defisit. Sebaliknya, jumlah utang pemerintah menurun apabila *primary balance* mengalami surplus. Kedua hal tersebut juga dipengaruhi oleh komponen pajak dan pengeluaran pemerintah. Selanjutnya, notasi (1) tersebut dikembangkan dengan memperhatikan basis pajak dan belanja negara yang terus tumbuh pada suatu negara sehingga persamaan menjadi sebagai berikut:

$$d_{t+1} = x_{t+1} \cdot [d_t - s_t] \dots\dots\dots (2)$$

dimana notasi d_{t+1} merupakan rasio utang pemerintah terhadap PDB tahun t (D_t/Y_t), s_t adalah rasio keseimbangan primer terhadap PDB tahun t (S_t/Y_t), dan x_{t+1} diartikan rasio *gross return on government debt* terhadap *gross growth rate of income*. Hubungan utang dan PDB sering diwujudkan dalam bentuk rasio utang terhadap PDB. Leao (2013) mengemukakan alasan yang masuk akal untuk menggunakan rasio tersebut adalah bahwa kemampuan pemerintah untuk melakukan pembayaran kembali utang dipengaruhi oleh kapasitas pemerintah untuk menaikkan

pendapatan pajak, dimana pajak menjadi salah satu variabel dependen dalam pembentukan PDB.

3. METODE PENELITIAN

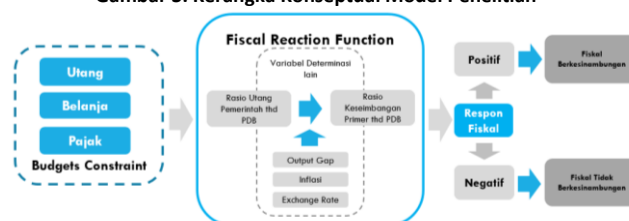
3.1. Metode Empiris

Studi ini menggunakan model dasar *fiscal reaction function* yang dikembangkan oleh Bohn (1998) untuk mengukur reaksi fiskal dengan menyajikan hubungan antara keseimbangan primer dengan rasio utang pemerintah terhadap PDB. Model *fiscal reaction function* tersebut dinotasikan sebagai berikut:

$$s_t = \rho \cdot d_t + \alpha \cdot Z_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots (3)$$

dimana s_t adalah rasio keseimbangan primer terhadap PDB, d_t merupakan rasio utang pemerintah terhadap PDB, sementara Z_t merupakan variabel penentu lainnya, dan ε_t adalah *error terms*. Model ini telah banyak digunakan dalam berbagai studi untuk mengukur reaksi fiskal suatu negara yang memiliki tujuan utama, yaitu mengetahui apakah terjadi kesinambungan fiskal atau tidak.

Gambar 3. Kerangka Konseptual Model Penelitian



Sumber: Hasil Pengolahan Penulis

Omitted Variable Bias

Dalam rangka menghindari adanya potensi *omitted variable bias* (OV), Bohn (1998) mengukur kesinambungan fiskal Amerika Serikat dengan menggunakan metode *ordinary least square* (OLS) dengan memasukkan variabel kontrol yang berupa *temporary government spending* (GVAR) dan *business cycle indicator* (YVAR) yang berpengaruh ke keseimbangan primer sebagaimana yang digunakan Barro (1979) dalam *tax smoothing model*. Dalam perkembangannya, De Mello (2008) mengukur kesinambungan fiskal Brasil dengan menambahkan variabel kontrol yang berupa *output gap* dan inflasi. Penggunaan *output gap* sebagai variabel kontrol juga dilakukan oleh Paniagua, Sapena, & Tamarit (2017) untuk menghindari bias dari adanya korelasi dengan keseimbangan primer melalui efek multiplier fiskal, sementara utang pemerintah berkorelasi dengan residual yang berakibat *downward bias* dari estimasi koefisien utang pemerintah. Lebih lanjut, Paniagua, Sapena, & Tamarit (2017) juga menambahkan tingkat suku bunga (*interest rate*) dan inflasi sebagai variabel kontrol untuk memperhitungkan tekanan pasar keuangan dan *value effects*.

Dalam studi kesinambungan fiskal Indonesia kali ini, ditambahkan satu variabel kontrol *exchange rate* untuk melihat pengaruh perubahan nilai tukar.

Hal tersebut dilakukan dengan pertimbangan status Indonesia sebagai negara berkembang yang masih membutuhkan modal luar negeri (Pamungkas, 2016). Selain itu, utang pemerintah berdenominasi mata uang asing yang masih cukup besar diprediksi dapat dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar. Berdasarkan model *fiscal reaction function* (3) dan memperhatikan karakteristik variabel yang diindikasikan berpengaruh terhadap reaksi fiskal Indonesia, maka model dalam studi ini adalah sebagai berikut:

$S_t = \alpha_0 + \alpha_1 D_{t-1} + \beta_1 GAP_t + \beta_2 INF_t + \beta_3 LNER_t + \varepsilon_t$
 dimana S_t adalah rasio keseimbangan primer terhadap PDB pada tahun t , D_{t-1} merupakan rasio utang pemerintah terhadap PDB pada tahun $t-1$, GAP_t adalah *Output Gap* pada tahun t , INF_t merupakan inflasi pada tahun t , $LNER_t$ mewakili *Exchange Rate* atau nilai tukar dalam bentuk *log linear* pada tahun t , dan ε_t adalah *error terms*.

3.2. Data Penelitian dan Operasional Variabel

Studi ini menggunakan data sekunder berupa data lintas waktu (*time series*) tahunan periode 1980-2021. Data *Primary balance to GDP ratio* merupakan keseimbangan primer terhadap PDB yang disajikan dalam bentuk persen yang berfungsi sebagai variabel output (variabel dependen). *Debt to GDP ratio* dalam studi ini merupakan jumlah utang publik terhadap PDB yang disajikan dalam bentuk persen dan berfungsi sebagai variabel utama (variabel independen). Data *Output Gap* diolah dengan menggunakan Hodrick-Prescott (HP) filter yang disajikan dalam bentuk persen dan berfungsi sebagai variabel kontrol. Variabel kontrol kedua adalah inflasi yang disajikan dalam bentuk persen. Variabel kontrol ketiga yaitu data nilai tukar yang digunakan berupa nilai tukar rupiah terhadap US dollar yang disajikan dalam log linear. Sumber data dalam studi ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Data dan Sumber Data Penelitian

No.	Nama Variabel	Sumber Data
1.	<i>Primary balance to GDP ratio</i>	Kementerian Keuangan dan IMF
2.	<i>Debt accumulation to GDP ratio</i>	Kementerian Keuangan dan IMF
3.	<i>Output Gap</i>	World Bank dan Perhitungan penulis
5.	<i>Inflation</i>	BPS
6.	<i>Exchange Rate</i>	Bank Indonesia

Sumber: Hasil Olahan Penulis

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Uji Klasik

Studi ini menggunakan metode OLS sehingga diperlukan uji asumsi klasik agar model tersebut dapat memenuhi indikator BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), yaitu sebuah estimator yang baik, efisien dan tidak bias. Uji klasik dilakukan dengan melakukan

tiga uji, yaitu: i) uji multikolinearitas, ii) uji heteroskedastisitas, dan iii) uji autokorelasi. Hasil uji klasik terhadap seluruh model dinyatakan lulus, kecuali uji autokorelasi. Hal tersebut berimplikasi bahwa penggunaan metode OLS menjadi tidak tepat karena estimasi yang dihasilkan menjadi tidak valid, yaitu tidak memenuhi hasil estimasi yang BLUE.

Agar estimasi yang dihasilkan tidak menyesatkan, maka diperlukan pendekatan metode lainnya. Menurut Gujarati (2003), terdapat dua metode turunan OLS yang dapat digunakan untuk mengatasi masalah autokorelasi, yaitu General Least Square (GLS) dan Newey-West Heteroscedasticity-Autocorrelation consistent (HAC). Studi ini menggunakan metode Newey-West HAC karena mampu mengatasi masalah autokorelasi dan heteroskedastisitas dengan tetap mempertahankan seluruh data observasi dalam proses transformasi sehingga data observasi tetap utuh. Selain itu, Bohn (1998) menggunakan Newey-West HAC untuk mengatasi isu autokorelasi dalam mengestimasi reaksi fiskal di AS.

4.2. Hasil Estimasi

a. *Primary Balance dan Debt to GDP Ratio*

Berdasarkan hasil estimasi dengan metode Newey-West HAC terhadap Model, diperoleh reaksi fiskal melalui *primary balance to GDP ratio* yang positif dan signifikan terhadap kenaikan *debt to GDP ratio*, yaitu sebesar 0,075 dengan tingkat signifikansi 0,01 (1%) dengan nilai R-square sebesar 0,558 (lihat Tabel 2). Nilai tersebut mempunyai arti bahwa setiap kenaikan 1% dari *debt to GDP ratio*, Pemerintah Indonesia meningkatkan *primary balance to GDP ratio* sebesar 0,075%. Hal tersebut berarti bahwa *primary balance to GDP ratio* bereaksi positif terhadap kenaikan tingkat utang pemerintah terhadap PDB sehingga kesinambungan fiskal Indonesia masih terjaga pada periode penelitian tahun 1980-2021.

Temuan tersebut sesuai dan sekaligus memperbaharui hasil studi sebelumnya dengan objek fiskal Indonesia yang dilakukan oleh: i) Lestari (2014) dengan nilai sebesar 0,046% untuk periode 1992-2012; dan ii) Pamungkas (2016) dengan nilai sebesar 0,047% untuk periode 1990-2014. Selain itu, diperoleh temuan bahwa hasil reaksi fiskal Indonesia pada studi ini lebih besar dibandingkan dua studi tersebut dengan indikasi dipengaruhi oleh kemampuan fiskal dalam mengantisipasi naiknya utang pada periode data penelitian yang digunakan.

Tabel 2. Hasil Regresi Pembentukan Model Dasar

	Model Tes-1	Model Tes-2	Model Tes-3	Model Tes-4/Model
Debt to GDP Ratio	0.042*** (0.008)	0.056*** (0.013)	0.060*** (0.013)	0.075*** (0.012)
Output Gap		0.086* (0.043)	0.109** (0.045)	0.101*** (0.036)
Inflation			0.068*** (0.034)	0.060*** (0.017)
Exchange Rate				-0.753*** (0.229)

Constant	-0.750 (0.502)	-1.240* (0.682)	-2.014** (0.847)	3.886** (1.729)
N	42.000	42.000	42.000	42.000
r ² _a	0.162	0.206	0.314	0.510
r ²	0.182	0.245	0.364	0.558

Standard errors in parentheses * p<.1, ** p<.05, *** p<.01

Diestimasi dengan Newey-West HAC Method

Sumber: Perhitungan Output Stata (telah diolah kembali)

Hasil estimasi pada studi ini lebih rendah jika dibandingkan dengan studi terbaru yang dilakukan oleh Bui (2019) dan Solikin & Choirunnisah (2019). Studi yang dilakukan oleh Bui (2019) menemukan nilai reaksi fiskal Indonesia sebesar 0,076% pada saat meneliti reaksi fiskal 22 negara berkembang Asia, termasuk Indonesia dengan periode data tahun 1999-2017. Sementara itu, estimasi reaksi fiskal yang dilakukan oleh Solikin & Choirunnisah (2019) diperoleh hasil sebesar 0,09% dengan periode data tahun 1977-2017. Nilai reaksi fiskal hasil studi ini yang bernilai lebih rendah tersebut diindikasikan dipengaruhi adanya krisis akibat Pandemi Covid-19 yang terjadi pada tahun 2020 hingga 2021, dan masih berjalan pada saat studi dilakukan.

Pandemi Covid-19 pada tahun 2020 hingga 2021 yang bersumber dari penyebaran virus Covid-19 mengakibatkan diberlakukannya pembatasan aktivitas masyarakat secara besar (*lockdown*) sehingga menyebabkan terganggunya permintaan agregat (*aggregate demand*) dan penawaran agregat (*aggregate supply*) akibat menurunnya aktivitas ekonomi (Verico, 2021). Dampaknya, arah ekonomi global berubah menuju resesi atau bahkan krisis, termasuk Indonesia. Laju pertumbuhan Indonesia berkontraksi sebesar 2,07% pada tahun 2020, dimana jika dilihat dari pengeluaran PDB, diketahui bahwa hampir semua komponen mengalami kontraksi kecuali komponen konsumsi pemerintah yang tumbuh 1,94%.

Untuk mencegah Indonesia masuk ke jurang resesi yang lebih dalam, kebijakan *countercyclical* melalui kebijakan fiskal ekspansif dilakukan dengan meningkatkan defisit anggaran, dari semula diproyeksikan sebesar 1,76% terhadap PDB, namun realisasinya menjadi sebesar 6,1% pada tahun 2020. Bentuk kebijakan tersebut dilakukan oleh Pemerintah melalui pemberian stimulus Program Pemulihan Ekonomi Nasional (PEN) dengan total anggaran sebesar Rp695,2 triliun atau sekitar 4,2% terhadap PDB. Akibatnya, tentunya terjadi kenaikan utang pemerintah secara masif untuk menutup defisit anggaran. Di sisi lain, turunnya pertumbuhan ekonomi juga berdampak langsung terhadap penerimaan negara, terutama dari sektor perpajakan. Kondisi tersebut mengakibatkan *double effect* (dampak berganda) terhadap fiskal Indonesia, terutama utang pemerintah. Pada akhirnya, untuk menutup defisit anggaran tersebut, terjadi peningkatan akumulasi utang pemerintah dari semula 30,1% terhadap PDB pada tahun 2019 menjadi 39,4% pada tahun 2020.

Sementara itu, keseimbangan primer yang semula diproyeksikan sebesar 0% terhadap PDB pada tahun 2020, dalam realisasinya menjadi defisit keseimbangan primer yang dalam sebesar 4,1%. Tekanan fiskal Indonesia tersebut masih berlanjut hingga tahun 2021, meskipun dengan intensitas yang lebih rendah dibandingkan tahun 2020.

Perlu diketahui bahwa Program PEN diberikan untuk menstimulus pertumbuhan ekonomi, baik dari sisi *aggregate demand* dan *aggregate supply*. Pertama, dari sisi *aggregate demand* diberikan dalam bentuk antara lain: i) subsidi dan bantuan sosial; ii) perluasan stimulus konsumsi; dan 3) insentif pajak penghasilan (PPH 21 DTP). Kedua, stimulus untuk meningkatkan sisi *aggregate supply* diberikan dalam bentuk, antara lain: i) subsidi bunga, insentif perpajakan, dan penjaminan untuk kredit modal kerja baru bagi UMKM; ii) PMN, pembayaran kompensasi, talangan (investasi) modal kerja bagi BUMN; dan iii) insentif perpajakan, penurunan PPh badan, dan penempatan dana pemerintah di perbankan dalam rangka restrukturisasi debitur UMKM bagi korporasi.

Untuk menurunkan beban fiskal akibat kenaikan defisit, diperlukan upaya lain yaitu melalui kebijakan *refocusing* dan realokasi anggaran kegiatan nonprioritas yang menghasilkan penghematan sebesar Rp190 triliun dan realokasi belanja sebesar Rp55 triliun. Namun, upaya tersebut belum cukup untuk menutup besarnya kenaikan utang sehingga pemerintah melakukan fleksibilitas pembiayaan APBN dengan memaksimalkan sumber pembiayaan utang dan non utang. Dari sisi pembiayaan utang, fleksibilitas dilakukan dengan meng-*up-size* pinjaman tunai dan penerbitan SBN. Sementara, dari sisi pembiayaan non utang dilakukan dengan memanfaatkan sisa anggaran lebih (SAL), pos dana abadi pemerintah, dan dana yang bersumber dari BLU.

Untuk menopang efektifitas kebijakan fiskal, Pemerintah dan Bank Indonesia melakukan koordinasi untuk menjalankan bauran kebijakan (*monetary-fiscal policy mix*) untuk mengurangi dampak Pandemi Covid-19. Salah satunya, dukungan Bank Indonesia dilakukan dalam menyerap SBN dengan tujuan tertentu sebagai sumber pembiayaan *last resort*. Selain itu, kebijakan moneter kontraktif dilakukan oleh Bank Indonesia pasca merebaknya COVID-19 dengan tujuan untuk menjaga *price stability*, menjamin berjalannya pasar keuangan, dan memastikan efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui penurunan suku bunga, intervensi di pasar uang, mencegah *capital flows*, menjalin *swap arrangement*, dan melonggarkan giro wajib minimum dan menempuh kebijakan *unconventional (quantitative easing/QE)* melalui pembelian surat berharga pemerintah dan swasta (Suksmonohadi & Indira, 2020).

Besarnya biaya penanganan Pandemi Covid-19 memiliki risiko fiskal jika tidak dibarengi dengan upaya meng-*offset* kenaikan utang pemerintah dalam jangka menengah dan panjang. Jika tidak dilakukan, dapat menimbulkan isu *fiscal solvency*, yaitu kekhawatiran atas ketidakmampuan pemerintah dalam membayar utang. Selain itu, peningkatan beban fiskal akibat kenaikan utang pemerintah dapat memicu penurunan *outlook sovereign rating* yang dapat memicu kenaikan *cost of borrowing* (Suksmonohadi & Indira, 2020). Dengan demikian, pasca penanganan Pandemi Covid-19 diperlukan reaksi fiskal surplus *primary balance* untuk mengurangi tingkat utang pemerintah dan menciptakan *fiscal space* dalam rangka mengantisipasi lonjakan (*shock*) yang mungkin terjadi pada ekonomi Indonesia di masa datang.

Selain dari sisi kebijakan fiskal yang diambil pada saat terjadinya Pandemi Covid-19, satu kondisi yang berpotensi berpengaruh terhadap besarnya dampak negatif reaksi fiskal atas kenaikan *Debt to GDP ratio* pada masa krisis pandemi Covid-19, yaitu kebijakan ekspansif yang dilakukan oleh Pemerintah pada delapan tahun sebelum krisis Covid-19 terjadi (2012-2019). Pada periode tersebut, nilai rata-rata defisit *primary balance* dan defisit anggaran terhadap PDB sebesar 0,8% dan 2,2%. Pada periode ini, kebijakan fiskal ekspansif dilakukan untuk mengejar ketertinggalan Indonesia di sektor infrastruktur dan upaya meningkatkan kualitas SDM, serta adanya program pemerataan pembangunan di kawasan tertinggal.

Hasil studi ini juga menunjukkan bahwa reaksi fiskal Indonesia dinilai lebih baik jika dibandingkan dengan reaksi fiskal dari 18 negara Euro Area (EA) berdasarkan temuan Checherita-Westphal & Žďárek (2017). Temuan tersebut menunjukkan reaksi fiskal negara Euro Area adalah sebesar 0,03-0,05 dari setiap kenaikan 1% *Debt to GDP Ratio*. Sementara hasil temuan terbaru oleh Ramos-Herrera & Sosvilla-Rivero (2020) mengindikasikan fiskal dari 11 negara EA justru tidak sesuai dengan prinsip *fiscal solvency* karena nilai reaksi fiskal yang negatif.

b. Variabel determinasi lainnya

Output Gap

Estimasi pada Model diketahui hasil koefisien *Output Gap* yang bernilai positif dan signifikan. Hasil estimasi pada variabel *Output Gap* konsisten dengan studi De Mello (2008) di Brazil, dimana penurunan pada siklus bisnis diasosiasikan dengan melemahnya surplus *primary balance*. Nilai *Output Gap* yang positif dan signifikan menunjukkan adanya perilaku *countercyclical* fiskal terhadap siklus bisnis untuk memitigasi dampak fluktuasi perekonomian (Burger, Stuart, Jooste, & Cuevas, 2011; Ramos-Herrera & Sosvilla-Rivero, 2020). Dengan demikian, Program PEN yang dilakukan oleh Pemerintah pada saat krisis

Covid-19 menjadi salah satu bentuk kebijakan *countercyclical* melalui kebijakan fiskal ekspansif. Hal ini juga sejalan dengan fungsi stabilisasi dari kebijakan fiskal untuk merespon setiap kondisi dinamika perekonomian, baik kebijakan ekspansif maupun kontraktif.

Dalam konteks kebijakan fiskal, kebijakan *countercyclical* secara umum dapat diartikan sebagai kebijakan fiskal yang berlawanan dengan siklus bisnis atau perekonomian dengan tujuan untuk menstabilkan perekonomian sesuai dengan levelnya. Alesina, Campante, & Tabellini (2008) menggambarkan kebijakan *countercyclical* yang perlu dilakukan pada masa ekonomi *boom* sebagai berikut: i) menurunkan pengeluaran anggaran; ii) meningkatkan penerimaan pajak dengan tarif yang tetap (jika dilakukan kenaikan tarif pajak maka efeknya bertambah besar); dan iii) kedua kebijakan sebelumnya akan meningkatkan surplus anggaran. Sementara itu, jika terjadi resesi, maka kebijakan *countercyclical* yang dilakukan adalah kebalikan dari tiga kebijakan tersebut. Untuk dapat menjalankan kebijakan *countercyclical*, Budnevich (2002) mengungkapkan perlu adanya kondisi fiskal yang berkesinambungan dan lembaga fiskal yang kompeten agar dapat menerapkan kebijakan fiskal yang fleksibel dan tepat waktu. Kebijakan *countercyclical* ini banyak dilakukan oleh negara-negara yang tergabung dalam Organisation for Economic Co-operation and Development atau OECD (Alesina, Campante, & Tabellini, 2008).

Inflation

Hasil estimasi terhadap Model diperoleh nilai koefisien variabel inflasi yang positif dan signifikan. Hasil estimasi tersebut menunjukkan adanya hubungan positif antara inflasi dengan *primary balance*. Hubungan positif juga ditemukan pada studi De Mello (2008) dan Abiad & Ostry (2005) yang menyebutkan adanya hubungan positif antara inflasi dengan *primary balance*. Jika terjadi kenaikan inflasi maka surplus *primary balance* meningkat. Kondisi tersebut sejalan dengan teori *Patinkin Effects*, yaitu hubungan negatif antara inflasi dengan anggaran belanja (Cardoso, 1998). Artinya, jika terjadi kenaikan inflasi, maka Pemerintah cenderung mengurangi anggaran belanja sehingga berdampak pada surplus *primary balance* yang meningkat.

Exchange Rate

Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *Exchange Rate* dari seluruh model menunjukkan nilai negatif dan signifikan yang berarti adanya hubungan yang negatif antara *Exchange Rate* dengan *Primary Balance*. Depresiasi nilai tukar dalam kasus Indonesia dapat berpengaruh terhadap jumlah utang mengingat sebagian utang dalam bentuk mata uang asing, terutama mata uang US Dollar. Pengaruh tersebut

berdampak langsung terhadap jumlah akumulasi utang dan jumlah pembayaran pokok utang sehingga meningkatkan jumlah anggaran belanja pemerintah pusat. Selain itu, depresiasi juga berpengaruh terhadap besaran subsidi energi terkait harga minyak, meskipun di sisi lain juga berpengaruh terhadap penerimaan dari ekspor komoditas. Peningkatan komponen belanja yang dipengaruhi oleh depresiasi nilai tukar tersebut, pada akhirnya berdampak pada *primary balance*.

4.3. Robustness Check

Hasil uji kelayakan model dengan *robustness check* melalui penambahan variabel kontrol secara individu dan bertahap dilakukan pada proses pembentukan Model (lihat Tabel 2). Hasilnya terjadi kekonsistenan nilai koefisien dan signifikansi dari koefisien *Debt to GDP Ratio* sebagai variabel utama, mulai dari Model Tes-1 hingga Model Tes-4 yang bernilai positif dengan tingkat signifikansi setiap Model Tes-1 hingga Model Tes-4 mencapai 0.01 (1%) (lihat Tabel 2). Hasil tersebut, menjadikan Model Tes-4 sebagai Model penelitian yang dinilai *robust* untuk mengukur reaksi fiskal melalui *primary balance* terhadap perubahan utang.

5. KESIMPULAN, IMPLIKASI KEBIJAKAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

5.1. Kesimpulan

Hasil studi menunjukkan bahwa secara empiris melalui model *fiscal reaction function* (fungsi reaksi fiskal), diindikasikan bahwa Pemerintah memberikan reaksi fiskal secara positif terhadap kenaikan tingkat utang publik pada tahun sebelumnya dengan menaikkan surplus atau mengurangi defisit keseimbangan primer selama periode observasi (1980-2021). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa Pemerintah telah menjalankan kebijakan fiskal yang berkesinambungan meskipun terjadi Pandemi Covid-19. Di sisi lain, Pandemi Covid-19 diindikasikan mengurangi reaksi fiskal Indonesia meskipun secara umum kesinambungan fiskal masih terjaga.

Nilai *Output Gap* yang positif mengindikasikan fungsi fiskal stabilisasi (*stabilization function*) dilakukan oleh Pemerintah dengan melakukan penyesuaian kebijakan fiskal yang responsif melalui kebijakan *countercyclical* dalam menghadapi perubahan yang terjadi pada siklus perekonomian atau bisnis. Selain itu, perubahan nilai tukar mata uang diindikasikan masih berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi fiskal.

5.2. Implikasi Kebijakan dan Keterbatasan Studi

Beberapa rekomendasi kebijakan yang dapat dilakukan, yaitu pertama, meskipun dinilai telah menjalankan kesinambungan fiskal pada periode 1980-2021, Pemerintah agar menurunkan akumulasi utang dengan melakukan kebijakan surplus *primary balance*

secara konsisten di masa-masa mendatang untuk memperluas ruang fiskal (*fiscal space*) dalam mengantisipasi dan menghadapi krisis (*shocks*) yang mungkin terjadi di masa mendatang. Kedua, peranan penting Pemerintah dalam menjaga stabilitas perekonomian melalui fungsi stabilisasi sebaiknya dilakukan secara paralel dengan tetap menjaga fundamental fiskal yang sehat, yaitu fiskal yang berkesinambungan. Hal tersebut penting karena kesinambungan fiskal menjadi salah satu syarat agar kebijakan *countercyclical* dapat dilakukan untuk menghadapi ketidakpastian kondisi ekonomi global yang masih berjalan.

Krisis ekonomi dan keuangan yang terjadi di Indonesia dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal sehingga sangat penting bagi Pemerintah dan otoritas moneter untuk menjaga fundamental ekonomi, baik fiskal dan moneter. Paket stimulus yang biasa diberikan dalam mengatasi setiap dampak krisis dinilai penting, namun Pemerintah harus berhati-hati dalam memberikan paket stimulus dengan menimbang implikasi yang terjadi dalam jangka panjang (Olivia, Gibson, & Nasrudin, 2020).

Studi ini menggunakan utang pemerintah (pos pembiayaan) dan keseimbangan primer (pos belanja, kecuali belanja bunga utang) sebagai variabel utama sehingga kesinambungan fiskal dari sisi penerimaan negara belum tertangkap dari model yang digunakan. Selain itu, data observasi yang digunakan adalah periode 1980-2021 saat Pandemi Covid-19 masih berlangsung, termasuk didalamnya terdapat kebijakan pelonggaran pembatasan defisit APBN di atas 3% dari PDB selama penanganan Covid-19 hingga tahun 2022. Atas hal tersebut, studi yang dilakukan di tengah masa Pandemi Covid-19 diindikasikan berpengaruh terhadap hasil studi.

DAFTAR PUSTAKA

- Abiad, A., & Ostry, J. D. (2005). *Primary Surpluses and Sustainable Debt Levels in Emerging Market Countries* (PDP/05/6; IMF Policy Discussion Paper).
- Adams, C., Ferrarini, B., & Park, D. (2010). *ADB Economics Working Paper Series Fiscal Sustainability in Developing Asia*. <http://ssrn.com/abstract=1640264Electroniccopyavailableat:http://ssrn.com/abstract=1640264>
- Alesina, A., Campante, F. R., & Tabellini, G. (2008). Why is fiscal policy often procyclical? *Journal of the European Economic Association*, 6(5), 1006–1036. <https://doi.org/10.1162/JEEA.2008.6.5.1006>
- Beqiraj, E., Fedeli, S., & Forte, F. (2018). Public debt sustainability: An empirical study on OECD countries. *Journal of Macroeconomics*, 58, 238–

248.
<https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2018.10.002>
- Blanchard, O. (2017). *Macroeconomics* (7th ed.).
- Bohn, H. (1998). The behavior of US public debt and deficits. In *Source: The Quarterly Journal of Economics* (Vol. 113, Issue 3).
<https://doi.org/10.1162/003355398555793>
- Bohn, H. (2007). Are stationarity and cointegration restrictions really necessary for the intertemporal budget constraint? *Journal of Monetary Economics*, 54(7), 1837–1847.
<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2006.12.012>
- Budnevich, C. L. (2002). Countercyclical Fiscal Policy A Review of the Literature, Empirical Evidence and some Policy Proposals. *WIDER Discussion Paper*, No.2002/41. <http://hdl.handle.net/10419/52877>
- Bui, D.-T. (2019). Fiscal sustainability in developing Asia – new evidence from panel correlated common effect model. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 27(1), 66–80.
<https://doi.org/10.1108/jabes-01-2019-0001>
- Burger, P., Stuart, I., Jooste, C., & Cuevas, A. (2011). *Fiscal sustainability and the fiscal reaction function for South Africa IMF Working Paper AFR Fiscal sustainability and the fiscal reaction function for South Africa*.
<https://ssrn.com/abstract=1802982>
- Cardoso, E. (1998). Virtual Deficits and the Patinkin Effect. In *IMF Staff Papers* (Vol. 45, Issue 4).
<https://doi.org/10.2307/3867587>
- Chalk, N., & Hemming, R. (2000). Assessing fiscal sustainability in theory and practice. In *Fiscal Sustainability Conference* (p. 61).
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2109394>
- Checherita-Westphal, C., & Žďárek, V. (2017). Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area. *ECB Working Paper*.
<https://doi.org/10.2866/827938>
- de Mello, L. (2008). Estimating a fiscal reaction function: The case of debt sustainability in Brazil. In *Applied Economics* (Vol. 40, Issue 3, pp. 271–284).
<https://doi.org/10.1080/00036840500461873>
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* (4th ed.). McGraw-Hill.
- Hill, H. (2000). *The Indonesian Economy*. Cambridge University Press.
- Insukindro, I. (2018). The effect of twin shock on fiscal sustainability in Indonesia. *Economics & Sociology*, 11(1), 75–84.
<https://doi.org/10.14254/2071>
- Keputusan Menteri Keuangan. (2010). Keputusan Menteri Keuangan No. 514/KMK.08/2010 Tentang Perubahan Keputusan Menteri Keuangan No. 380/KMK.08/2010 Tentang Strategi Pengelolaan Utang Negara Tahun 2010-2014.
- Kumar, M. S., & Woo, J. (2010). *Public Debt and Growth* (No. 10/174; IMF Working Paper).
<https://ssrn.com/abstract=1653188>
- Leão, P. (2013). The Effect of Government Spending on the Debt-to-GDP Ratio: Some Keynesian Arithmetic. *Metroeconomica*, 64(3), 448–465.
<https://doi.org/10.1111/meca.12013>
- Leão, P. (2013). The Effect of Government Spending on the Debt-to-GDP Ratio: Some Keynesian Arithmetic. *Metroeconomica*, 64(3), 448–465.
<https://doi.org/10.1111/meca.12013>
- Lestari, T. (2014). Can Indonesia's fiscal policy be sustained, with exploding debt (No. 201415). *Department of Economics, Padjadjaran University*
- Marks, S. v. (2004). Fiscal sustainability and solvency: Theory and recent experience in Indonesia. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 40(2), 227–242.
<https://doi.org/10.1080/0007491042000205295>
- Musgrave, R. A. (2008). Public finance and three branch model. *Journal of Economics and Finance*, 32(4), 334–339. <https://doi.org/10.1007/s12197-008-9044-4>
- Olivia, S., Gibson, J., & Nasrudin, R. (2020). Indonesia in the Time of Covid-19. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 56(2), 143–174.
<https://doi.org/10.1080/00074918.2020.1798581>
- Pamungkas, R. H. (2016). Estimation of Indonesia's Fiscal Reaction Function. *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, 20(1), 1–18.
<https://doi.org/10.31685/kek.v20i1.178>
- Paniagua, J., Sapena, J., & Tamarit, C. (2017). Fiscal sustainability in EMU countries: A continued fiscal commitment? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 50, 85–97.
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.08.014>
- Ramos-Herrera, M. D. C., & Sosvilla-Rivero, S. (2020). Fiscal sustainability in aging societies: Evidence from Euro Area countries. *Sustainability (Switzerland)*, 12(24), 1–20.
<https://doi.org/10.3390/su122410276>
- Simanjuntak, R. A., & Panjaitan, F. P. (2007). Government debt and fiscal sustainability: a case study of Indonesia 1998-2001. *Economics and Finance in Indonesia*, 55(3), 219–251.
<https://www.lpem.org/repec/lpe/efijnl/200712.pdf>
- Solikin, A., & Choirunnisah, H. (2019). Kesinambungan fiskal dan estimasi fiscal reaction function Indonesia tahun 1977-2017. *Indonesian Treasury Review: Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara Dan Kebijakan Publik*, 4(3), 267–283.
<https://doi.org/10.33105/itrev.v4i3.144>
- Suksmonohadi, M., & Indira, D. (2020). Kebijakan Penanganan Pandemi Covid-19. *Perkembangan*

Ekonomi Keuangan Dan Kerja Sama Internasional.

https://www.bi.go.id/id/publikasi/laporan/Documents/8.Bab-5_Artikel_II-2020.pdf

Verico, K. (2021). Global Pandemic 2020: Indonesia's Output Gap and Middle-Income Trap Scenario (No. 202157). *LPEM, Faculty of Economics and Business, University of Indonesia*.