

Apakah Hutang merupakan Sejarah Krisis ? Arus Masuk Modal Swasta ke Negara-negara Berkembang^{*)}

Michael Dooley, Eduardo Fernandez - Arias, Kenneth Kletzer^{**)}

Abstrak

Harapan tentang pembangunan ekonomi kelompok penting middle income countries telah ditahan kembali oleh arus masuk modal swasta yang substansial pada tahun 1990-an. Sebagaimana tahun 1970an, pembangunan ekonomi ini telah diterima dengan optimisme yang berhati-hati. Studi empiris ini membuktikan bahwa meskipun reduksi hutang luar negeri dan reformasi kebijakan di negara-negara debitur telah menjadi determinan penting atas akses yang diperbaharui dalam pasar modal internasional, namun perubahan tingkat bunga internasional telah menjadi faktor yang dominan. Kami menghitung pengaruh perubahan tingkat bunga internasional untuk negara-negara debitur " tertentu ". Kesimpulannya bahwa peningkatan tingkat bunga bersamaan dengan kenaikan siklus bisnis di negara-negara industri dapat menekan harga pasar sekunder hutang yang ada ke tingkat yang tidak sejalan dengan arus modal selanjutnya.

Perubahan haluan posisi finansial eksternal negara-negara debitur sejak 1989 telah menjadi fenomena. Perbaikan di negara-negara yang telah melengkapi restrukturisasi Brady Plan atas hutang-hutang eksternal mereka amat mengesankan (Argentina, Costa Rica, Meksiko, Nigeria, Filipina, Uruguay, dan Venezuela). Pada kuartal pertama 1989 hutang eksternal negara-negara ini dijual pada suatu harga rata-rata hanya 40 sen dalam dollar dan arus masuk modal swasta dihambat secara besar-besaran untuk pinjaman bersama atau tunggakan bunga. Berbagai

plans untuk mengatasi ketergantungan hutang, termasuk Brady Plan yang diperkenalkan 10 Maret 1989, umumnya tidak cukup untuk memperbaiki akses terhadap pasar modal internasional. Dalam kenyataan beberapa pengamat memperkirakan bahwa negara-negara debitur mungkin tidak kembali ke pasar modal internasional swasta untuk satu generasi (lihat Senat AS 1990)

Saat ini perbaikan kembali aktifitas ekonomi riil dan pembentukan modal di negara-negara debitur baru dimulai, tetapi perbaikan sektor finansial telah berlangsung

^{*)} Judul asli "Is the Debt Crisis History ? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries" dimuat dalam *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 1. Diterjemahkan ke dalam bahasa Indonesia oleh MB Hendrie Anto.

^{**)} Michael Dooley dan Kenneth Kletzer adalah peneliti pada Departement of Economics, University of California. Eduardo Fernandez Arias adalah peneliti pada Inter American Development Bank.

dengan baik. Negara-negara ini telah menerima arus masuk modal swasta yang sangat besar, apresiasi nilai tukar riil, *boom* pasar saham, dan peningkatan dramatis dalam harga hutang eksternalnya (Calvo, Leiderman, dan Reinhart 1993). Dalam beberapa kasus arus masuk modal telah dihubungkan dengan perolehan transfer sumberdaya untuk negara-negara ini, mirip yang dicatat di tahun 1970an, sebagaimana diukur dengan gawatnya defisit neraca perdagangan.

Apakah pengertian tentang krisis 1982 cukup untuk memperkirakan bahwa akumulasi yang diperbaharui atas hutang eksternal dapat mencegah krisis ini terulang dan biaya-biaya yang dapat dipertimbangkan yang diikuti oleh negara-negara debitur ? Kecuali jika ingatan para investor dan penduduk negara debitur sangat pendek, mereka harus percaya bahwa ada satu perbedaan dalam hasil yang diharapkan dari putaran baru investasi internasional ini. Apakah krisis hutang telah mati, sebagaimana disimpulkan oleh beberapa pengamat saat ini, atau dia hanya tidur ?

Untuk memahami perubahan haluan akses pasar ini perlu diidentifikasi faktor-faktor utama yang dapat menyebabkan perbaikan luar biasa dalam kredibilitas negara-negara debitur. Pertama, kami beralasan bahwa harga pasar sekunder untuk kredit bersama merupakan suatu ukuran akses pasar yang berguna. Kami kemudian menunjukkan bahwa perubahan tingkat bunga internasional, nilai tukar riil dan tingkat bunga domestik riil di negara-negara debitur dapat menjelaskan semua perbaikan harga pasar sekunder sesudah putaran pertama persetujuan restrukturisasi

Brady Plan pada awal 1990. Hubungan empiris antara harga pasar sekunder dan tingkat bunga internasional terhadap perubahan dalam spesifikasi model dan periode yang dipertimbangkan cukup kuat. Khususnya, dominasi tingkat bunga internasional, baik yang terjadi sebelum 1989 – ketika hasil atas kredit pemerintah meningkat tajam *overtime* dan harga-harga menurun, dan yang terjadi sesudah 1989 – ketika hasil secara umum menurun dan harga-harga naik. Hal ini diperkuat lebih jauh oleh pembangunan-pembangunan saat ini, di luar periode estimasi. Sebagai contoh, selama Pebruari dari Maret 1994 – sesudah tulisan ini dibuat – tingkat bunga AS meningkat secara substansial, sementara harga-harga pasar sekunder menurun dengan dramatis.¹⁾

Penurunan tingkat bunga jangka panjang riil pada hutang dalam satuan dolar tentu saja dapat berbalik, dan dalam kenyataan mungkin dapat berubah-ubah di tahun depan atau berikutnya. Jika tingkat bunga domestik riil di negara-negara debitur juga meningkat sedangkan nilai tukar riil menurun, maka banyak negara berkembang mungkin akan menemui kembali kesulitan mengatasi hutang.

Bagian pertama tulisan ini akan membahas hubungan antara arus masuk modal dan harga pasar sekunder. Bagian kedua mendiskusikan faktor-faktor yang dapat menjelaskan harga pasar sekunder bagi hutang negara berkembang. Bagian ketiga mengestimasi model sederhana harga

1 Tingkat bunga obligasi pemerintah AS 10 tahunan meningkat 15% dari 5,7 menjadi 6,6 persen per tahun, sementara indeks harga pasar turun dengan proporsi yang serupa.

pasar sekunder. Bagian keempat mengaplikasikan estimasi ini untuk negara-negara penerima Brady Plan secara bersama guna mengevaluasi sumber dari arus masuk modal saat ini. Bagian terakhir mencatat hasil-hasilnya.

ARUS MASUK MODAL DAN HARGA PASAR SEKUNDER

Harga pasar sekunder hutang bank komersial merupakan barometer yang berguna bagi kredibilitas suatu negara. Harga pasar sekunder ini mengindikasikan iklim bagi arus masuk modal swasta ke negara debitur, karena ia mencerminkan harapan investor terhadap kemampuan pemerintah debitur untuk mengelola hutang-hutang yang ada sekaligus hasil-hasil investasi internasional alternatif. Harga pasar sekunder merupakan indikator yang sensitif, sebab ia dibangun pada suatu pasar aktif bagi instrument finansial yang secara relatif homogen. Terlebih lagi, harga pasar sekunder ini lebih baru dan akurat daripada data arus modal swasta, sehingga sangat berguna sebagai indikator.

Harga pasar sekunder yang meningkat (menurunkan hasil-hasil) menandakan bahwa penduduk negara debitur dapat menerbitkan hutang atau modal baru dengan terminologi yang lebih baik daripada hutang lalu. Harga yang meningkat mencerminkan perbaikan kredibilitas negara, dan dapat berlaku untuk semua bentuk pembiayaan eksternal. Kami berpendapat bahwa perbaikan kredibilitas juga dihasilkan oleh memburuknya perolehan alternatif di negara-negara industri. Perbaikan-perbaikan ini tidak cukup kuat untuk mengeliminasi diskon

pasar sekunder secara substansial dan membolehkan negara-negara memperoleh kembali akses terhadap pinjaman bank komersial yang sama, tetapi mungkin cukup kuat untuk akses dan bentuk-bentuk pembiayaan eksternal alternatif yang dianggap sebagai instrument pengaman oleh pasar (untuk model formal, lihat Fernandez Ariaz 1995). Implikasi penting bagi pengertian arus masuk modal saat ini adalah bahwa volume pinjaman baru yang lebih besar, atau penjualan ekuitas, dapat dipastikan memberikan hasil yang lebih rendah. Oleh karena itu, perbaikan harga pasar sekunder merupakan prakondisi untuk arus masuk modal swasta yang diobservasi saat ini ke negara-negara debitur. Lebih jauh, hasil pasar sekunder sampai tingkat yang dicapai tahun 1989 pasti akan berhenti dan mungkin membalikkan arus masuk modal saat ini.

Terdapat dua alasan tentang perubahan mengapa para investor memegang klaim baru dan yang ada pada penduduk di negara-negara berkembang. Yang pertama adalah perubahan dalam hasil-hasil yang terdapat pada investasi alternatif sebagaimana di sini diukur dengan tingkat bunga dollar bebas resiko. Yang kedua adalah perubahan dalam evaluasi investor atas resiko kredit yang khas dalam negara berkembang. Sementara harga pasar sekunder yang mudah diobservasi niscaya mencerminkan faktor-faktor lain seperti status relatif hutang swasta dan pemerintah, hipotesa kerja kami adalah nilai hutang pemerintah tidak berhubungan dengan penaksiran keseluruhan investor atas perkiraan hasil investasi yang ada dan baru yang diharapkan di negara debitur, relatif

terhadap hasil yang diharapkan pada investasi alternatif (Dooley dan lainnya, 1990).

Arus masuk modal menyamakan perolehan alternatif dengan membiayai proyek-proyek marjinal yang perolehan domestik lebih rendah (penyesuaian arus) dan dengan meningkatkan *exposure* keseluruhan (penyesuaian stock) (Fernandez Ariaz, 1995). Meskipun beberapa tulisan telah berusaha menjelaskan secara langsung arus masuk modal swasta ini, tetapi tetap merupakan hal yang sulit. Kenyataan bahwa arus masuk modal swasta telah diimbangi dengan arus keluar resmi, umumnya berbentuk peningkatan dalam aset cadangan internasional, membuat eksistensi hubungan stabil antara hasil yang diharapkan (*expected yields*) dengan arus modal swasta menjadi tidak mungkin. Reaksi kebijakan yang berbeda-beda dengan jelas mengkontaminasi hubungan *reduced form* antara hasil yang diharapkan dengan arus modal swasta. Untuk alasan ini kami memfokuskan pada hasil yang diharapkan atas hutang bank komersial yang ada sebagai proxy untuk terminologi dimana penduduk dari pasar *emergency* dapat menerbitkan ekuitas dan hutang baru. Analisis ini menuntut kita untuk menelusuri determinan-determinan yang mendasari arus masuk modal yang baru.

EVALUASI KUANTITATIF FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI HARGA PASAR SEKUNDER.

Meskipun telah ada sejumlah komentar tentang berakhirnya krisis hutang, namun analisis secara kuantitatif relatif sedikit dilakukan. Evaluasi yang berhati-

hati atas pembangunan saat ini dapat membantu dalam menganalisis jangka waktu perbaikan. Dalam bagian ini kita akan mendiskusikan pengukuran lima faktor yang mungkin dapat menjelaskan harga pasar sekunder untuk negara berkembang, yaitu : reduksi hutang, reformasi kebijakan ekonomi, tingkat bunga internasional, tingkat bunga domestik dan nilai tukar.

Reduksi Hutang

Model sederhana harga pasar sekunder menempatkan harga pasar sama dengan rasio nilai sekarang (*present value*) pembayaran hutang yang diharapkan terhadap nilai kontrak *outstanding debt* (nilai dalam perjanjian) Model ini menyatakan bahwa harga pasar sekunder naik ketika pembilang, yaitu pembayaran yang diharapkan, meningkat relatif terhadap penyebut, yaitu nilai kontrak. Konsekuensinya, harga-harga ini berhubungan dengan kredibilitas negara itu². Reduksi hutang atau jasa-jasa hutang

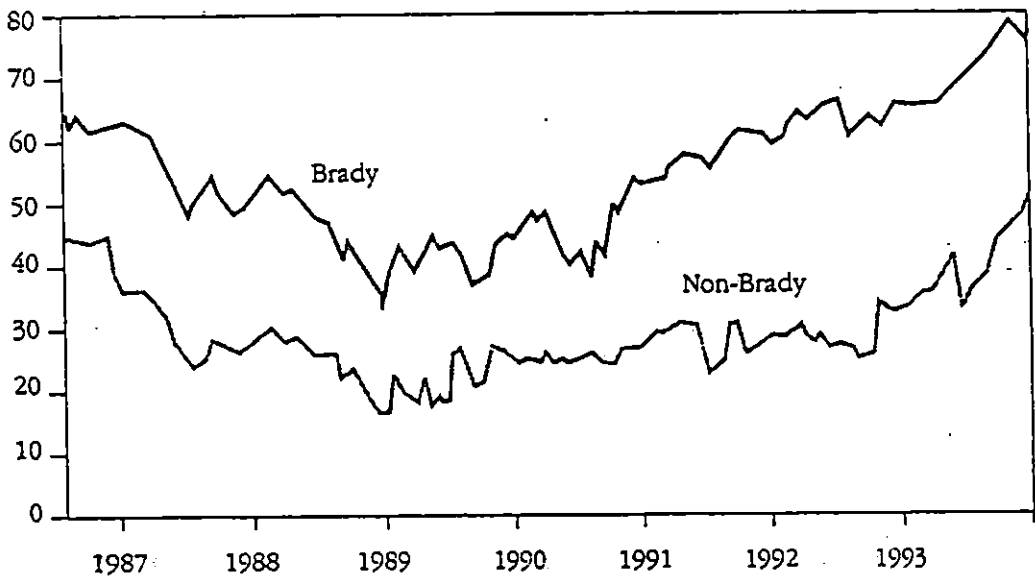
2 Hubungan antara harga dan resiko negara didistorsi dalam beberapa instrument yang digunakan dalam operasi Brady dalam dua faktor. *Pertama*, dalam *numerator*, peningkatan jaminan menaikkan nilai instrumen itu. *Kedua*, dalam *denominator*, di bawah tingkat bunga pasar seperti pada jumlah tiap obligasi Brady untuk nilai kontrak efektif yang lebih rendah. Dua bias ini meniadakan dan mungkin mengimbangi satu sama lain untuk kasus tiap obligasi, yang akan menyesuaikan praktek seperti biasanya dalam penggunaan harga tiap obligasi. Tetapi pada umumnya, dua bias ini tidak saling mengimbangi dan butuh disesuaikan terhadap *stripped prices*, yang tingkatnya mencerminkan kredibilitas negara dengan lebih baik (lihat tabel 1 untuk detailnya). Perubahan dalam *stripped prices* yang disebabkan oleh perubahan dalam tingkat bunga internasional dapat diperkirakan dengan perubahan dalam harga obligasi Brady sebab kebanyakan peninggian jaminan juga mempengaruhi tingkat bunga, dan oleh sebab itu pemotongan harga tidak perlu perhitungan ekonometrik.

diharapkan meningkatkan harga jika nilai sekarang pembayaran yang diharapkan tidak jatuh secara proporsional dengan reduksi dalam nilai kontrak hutang (lihat Dooley 1988 untuk diskusi umum tentang *buybacks* dan harga pasar). Sebagaimana didokumentasikan oleh Bacha (1991) dan World Bank (1992), sejak pengumuman Brady Plan tahun 1991 hutang negara-negara Brady Plan telah menjadi lebih besar daripada negara debitur lain (gambar 1)

Hanya ada sedikit persetujuan yang membahas tentang pentingnya reduksi hutang secara kuantitatif. Keraguan awal di kalangan ekonom akademisi mengenai Brady Plan didasarkan pada suatu argumen yang sederhana. Plan ini adalah sukarela, dalam arti bank tidak akan ditekan untuk menukar klaim mereka yang ada untuk klaim baru dengan nilai pasar harapan yang lebih rendah. Implikasinya adalah bahwa reduksi hutang akan menjadi mahal, dalam

Gambar 1
Harga Hutang di Beberapa Negara, 1986-93

Secondary market price
(cents on the dollar)



Catatan: Dihitung sebagai rata-rata tertimbang berdasarkan hutang bank komersial Argentina, Costa Rica, Meksiko, Nigeria, Filipina, Uruguay, dan Venezuela (merupakan negara-negara Brady Plan). Albania, Aljazair, Angola, Bolivia, Brazil, Bulgaria, Kamerun, Chile, Congo, Ekuador, Honduras, Hungaria, Jamaika, Yordania, Maroko, Nikaragua, Panama, Peru, Polandia, Sinegal, dan Republik Arab Syria (merupakan negara-negara Non Brady Plan).

sumber: Salomon Brothers (*berbagai terbitan*), International Financial Review (*berbagai terbitan*), American Banker, Inc (*berbagai terbitan*), data World Bank.

Tabel 1
 Reduksi Hutang dan Jasa Hutang di Negara-negara Brady Plan, 1990-93

NEGARA	Ekuivalensi Reduksi Hutang Bank Komersial				Ekuivalensi Reduksi Hutang Keseluruhan Bersih		Harga Hutang	
	hutang yang dihentikan (juta dollar)	persentase hutang bank komersial	pembayaran total bersih kepada bank	pinjaman resmi tambahan (juta dollar AS)	Juta dollar ASa)	Persentase dari hutang total	Pra-Brady c) (sen terhadap dollar)	Post operasi pemotongan (sen terhadap dollar)
Argentina	10,723	37	3,732	2,117	8,606	14	18	63
Costa Rica	1,166	73	225	177	989	21	12	39
Meksiko	19,033	40	6,812	3,732	15,301	16	36	51
Nigeria	4,221	79	1,681	0	4,221	14	21	45
Philipinab)	3,553	54	1,451	154	3,399	12	40	76
Uruguay	807	50	413	140	667	15	56	73
Venezuel	5,153	27	1,949	687	4,466	14	37	59
Jumlah	44,656	40	16,263	7,007	37,649	15	31	57

a) Jumlah ini diperoleh dengan mengurangi pinjaman pemerintah tambahan dari hutang yang dibayar

b) Reduksi hutang selesai dalam dua tahap

c) Harga pada bulan sebelum Brady Plan diumumkan (10 maret 1989)

Sumber : Claessens, Diwan, dan Fernandez Arias (1992) dan perhitungan penulis.

arti hutang swasta yang dibayarkan oleh Brady Plan akan dilunasi pada harga yang lebih tinggi dari pada harga pasar yang berlaku jika Plan ini tidak diimplementasikan. Sebagaimana dicatat Dooley (1988), harga yang lebih tinggi akan mencerminkan nilai pasar sisa hutang sesudah persetujuan ini diimplementasikan, ketika bank-bank dapat bertindak bebas sebagaimana dalam pembelian kembali pasar terbuka (*open market buybacks*) (lihat juga Bulow dan Rogoff 1988). Jika bank-bank berada pada posisi tawar yang kurang kuat, harga akan lebih rendah, dan semakin banyak reduksi hutang yang mungkin untuk jumlah sumber yang sama. Tetapi, jumlah reduksi hutang akan selalu dibatasi oleh kendala partisipasi sukarela dari bank-bank. Dengan kendala ini, maka dimungkinkan menghitung rentang reduksi hutang yang

dihasilkan. Sebagaimana ditunjukkan oleh Claessens, Diwan, Fernandez Arias (1992), pelaksanaan Brady Plan ini menyebabkan reduksi hutang dan harga-harga turun dalam rentang teoritis.

Tabel 1 menampilkan ringkasan reduksi hutang yang didapatkan oleh berbagai negara³. Kolom pertama menunjukkan pembayaran hutang yang diukur dengan reduksi nilai sekarang kewajiban-kewajiban jasa hutang. Reduksi hutang mencerminkan reduksi-reduksi hutang yang dijanjikan (Nilai kontrak) dan jasa bunga seperti kolateralisasi dan promes uang baru. Sebagai contoh misalnya

³Setelah artikel ini disusun, Brasil, Bulgaria, Republik Dominika, Ekuador, Yordania dan Polandia melengkapi operasi Brady pada tahun 1994 dan 1995

persetujuan dimana tingkat bunga di bawah pasar pada tiap-tiap obligasi Brady yang dijaminakan ditukar dengan hutang dengan tingkat bunga mengambang. Kami menghitung perbedaan nilai sekarang kewajiban-kewajiban jasa hutang dari dua obligasi pada hari pertukaran, mengasumsikan bahwa masing-masing akan dijamin dengan penuh sebagaimana dijanjikan. Metodologi yang digunakan hampir identik dengan salah satu yang digunakan oleh Claessens, Diwan, dan Fernandez Arias (1992). Perbedaannya hanyalah pada perlakuan uang baru tambahan, yang memiliki pengaruh negatif atas reduksi hutang, diestimasi sebagai suatu fraksi dari nilai nominalnya (Fraksi ini menjadi harga *ex ante*). Karena promes bank-bank atas uang baru sering terikat dengan tingkat bunga suatu periode waktu (bukan sesuatu yang pasti dalam ketiadaan tingkat bunga, seperti dicerminkan dalam harga yang rendah), estimasi ini mungkin lebih baik.

Kolom ketiga dalam tabel 1 menunjukkan pembayaran bersih yang diterima oleh bank-bank komersial. Kas ini digunakan untuk membayar jaminan untuk obligasi-obligasi baru atau lebih langsung untuk *buyback*. Tetapi umumnya, reduksi nilai sekarang hutang yang dijanjikan benar-benar lepas dari rekayasa finansial yang tercakup. Perhitungan ini mengindikasikan bahwa jumlah sumber-sumber yang disediakan untuk persetujuan lebih dari ketiga reduksi nilai sekarang hutang swasta yang ditandatangani. Pinjaman resmi tambahan yang substansial sebagian mengimbangi reduksi hutang bank komersial. Kolom keempat menunjukkan

jumlah pinjaman tambahan yang dibuat untuk pemerintah debitur oleh organisasi internasional dan pemerintah kreditor untuk mendukung Brady Plan. Oleh karenanya reduksi hutang bersih hanya 15 persen dari hutang total (kolom kelima dan enam). Tidaklah sulit untuk melihat mengapa banyak analis meragukan bahwa tingkat reduksi hutang ini akan ditentukan dalam pembangunan kembali akses terhadap pasar modal.

Satu cara untuk mengevaluasi pengaruh langsung reduksi hutang dan jasa-jasa hutang pada harga pasar sekunder adalah dengan menganalisis harga pasar sisa hutang sesudah restrukturisasi. Harga-harga instrumen didistorsi oleh berbagai hal seperti: kolateral, promes uang baru, dan tingkat bunga di bawah pasar. Oleh karena itu kolom terakhir pada tabel 1 menunjukkan harga yang terpotong (*stripped prices*), yaitu hak harga setelah operasi Brady, disesuaikan untuk distorsi ini. Harga-harga ini merupakan indikasi yang baik atas pandangan pasar terhadap kredibilitas negara dimana keuntungan operasi sepenuhnya berada (sebagaimana perhitungan ekuivalensi reduksi hutang, metodologi untuk mengestimasi *stripped prices* diambil dari Claessens, Diwan, dan Fernandez Arias 1992, kecuali untuk estimasi pengaruh dari uang baru tambahan).

Jika pembayaran kembali masa depan untuk bank-bank komersial berhubungan positif dengan kinerja masa depan negara, maka keuntungan efisiensi operasi reduksi jasa hutang dan hutang dapat diukur dengan menganalisis pengaruh operasi itu pada harga-harga. Dalam kenyataan, dalam ketiadaan keuntungan efisiensi, harga-harga

tidak dapat diharapkan meningkat di atas penurunan hutang bank komersil (kolom kedua pada tabel 1). Sebagaimana dicatat oleh Dooley dan lainnya (1990), suatu

evaluasi menyeluruh atas pengaruh reduksi hutang pada nilai hutang swasta sisa harus mempertimbangkan tingkatan relatif dari berbagai jenis hutang dan kemungkinan

Tabel 2
Surplus Fiskal Primer dan Suplur Fiskal Operasional di beberapa Negara 1985 - 92
(Persentase dari GDP)

Negara	1985	186	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<i>Argentina</i>								
Surplus Fiskal Primer	0.8	1.8	-0.9	-1.0	-6.3	1.6	3.5	3.8
Surplus Fiskal Opr	-6.0	-4.7	-5.6	-6.3	-21.9	-2.9	-0.2	1.5
<i>Brazil</i>								
Surplus Fiskal Primer	2.1	0.6	-2.8	-0.5	-0.5	2.2	1.0	2.5
Surplus Fiskal Opr	-4.3	-3.6	-5.7	-4.8	-6.9	1.3	-2.2	-2.2
<i>Chili</i>								
Surplus Fiskal Primer	0.6	0.5	2.5	6.6	7.5	5.0	2.2	-
Surplus Fiskal Opr	-2.9	-6.0	-1.0	-1.2	3.1	1.0	-1.2	-
<i>Meksiko</i>								
Surplus Fiskal Primer	3.9	2.2	5.8	8.1	8.4	7.6	8.8	8.7
Surplus Fiskal Opr	-3.3	-7.0	1.8	-3.6	-1.7	2.3	6.7	6.0
<i>Maroko</i>								
Surplus Fiskal Primer	0.7	1.2	1.2	2.2	1.8	5.6	5.0	-
Surplus Fiskal Opr	-5.5	-6.8	-2.6	-1.1	-1.4	2.1	1.5	-
<i>Nigeria</i>								
Surplus Fiskal Primer	4.7	2.6	2.4	-0.1	5.5	6.5	5.8	-
Surplus Fiskal Opr	-1.8	-5.4	-4.3	-5.9	0.5	0.4	0.2	-
<i>Philipina</i>								
Surplus Fiskal Primer	2.4	-1.3	2.7	3.2	1.4	1.1	1.0	-
Surplus Fiskal Opr	-2.1	-6.1	-0.7	-0.1	-1.6	-2.7	-3.0	-
<i>Venezuela</i>								
Surplus Fiskal Primer	4.7	0.9	-1.1	-6.1	3.8	6.1	7.1	-0.5
Surplus Fiskal Opr	-0.2	-9.9	-3.6	-9.9	-1.0	2.1	3.5	-4.5

- Not Available

sumber : Goldman Sachs (1991, 1992)

negara debitur menerima pinjaman-pinjaman untuk tujuan lainnya. Suatu hipotesa yang konsisten dengan penemuan Demirguc-Kunt dan Fernandez Arias (1992) serta Bulow, Rogoff, dan Bevilacqua (1992) yaitu bahwa semua kreditur mempunyai tingkatan implisit yang sama dan membagi nilai sekarang bersih pembayaran hutang kembali proporsional dengan pembukaan hutang. Jika hal ini benar, maka dalam ketiadaan keuntungan efisiensi, *stripped price* tidak akan meningkat melebihi penurunan dalam hutang total (kolom enam pada tabel 1).

Sesungguhnya, tugas untuk mengestimasi peningkatan harga-harga yang disebabkan oleh pelaksanaan reduksi hutang adalah sangat sulit, sebab *counterfactual price* yang tepat -harga yang berlaku dalam ketiadaan reduksi hutang- tidak terobservasi. Jauh sebelum reduksi hutang ini dilaksanakan, harga-harga mencerminkan harapan pasar atas pendapatan operasi masa depan, dan dengan demikian mengkontaminasi harga yang diobservasi menjadi tingakt yang tak diketahui. Sebagai contoh, jika harga lalu yang dibatasi sebelum reduksi hutang ini memasukkan suatu perkiraan sempurna atas reduksi hutang, perbandingannya dengan *stripped price* tidak mengandung informasi yang berarti pada pengaruh reduksi yang diberikan.

Harga-harga sebelum pengumuman Brady pada Maret 1989 mungkin tidak dipengaruhi oleh kontaminasi ini, tetapi harga-harga ini tidak mencerminkan perubahan-perubahan dalam fundamen ekonomi selama periode hingga tanggal operasi itu. Untuk alasan ini, hasil-hasil yang

didasarkan pada harga-harga ini (ditunjukkan pada kolom ketujuh tabel 1) harus dicermati dengan hati-hati. Meskipun demikian sebagaimana akan dinalisis pada bagian selanjutnya, bukti menunjukkan variasi yang signifikan hanya terjadi pada tingkat bunga internasional sesudah operasi Brady putaran yang paling pertama berlangsung. Oleh sebab itu, kecuali untuk reduksi hutang saat ini dan khususnya di Argentina, estimasi dan inferensi yang dibuat dengan dasar harga yang berlaku sebelum pengumuman Brady nampak masuk akal.

Reformasi Kebijakan Ekonomi

Adalah masuk akal bahwa kondisionalitas yang berhubungan dengan persetujuan Brady Plan menjelaskan nilai pasar yang meningkat atas hutang yang ada dan perubahan haluan akses terhadap pasar eksternal. Sangatlah sulit untuk mengkuantifisir pengaruh reformasi ekonomi pada penilaian pasar atas hutang eksternal, tetapi nampak jelas bahwa kebijakan berubah menjadi lebih baik di negara-negara Brady Plan. Adopsi yang meluas atas program reformasi yang berorientasi pasar bersamaan dengan reformasi fiskal agresif mungkin telah menjadi saluran tambahan penting dimana program-program Brady Plan memperbaiki posisi finansial negara-negara debitur. Mungkin tidaklah mengherankan jika pemerintah negara-negara kreditur menekankan aspek ini dalam perencanaan. Akan tetapi yang mengherankan adalah bagaimana konsisten dan agresifnya beberapa negara debitur mengimplementasikan perubahan-perubahan

Tabel 3
Rasio Hutang Publik di Beberapa Negara (1985 - 92)
(Persentase dari PDB)

Negara	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Argentina	72.2	78.6	89.9	95.9	112.3	94.3	68.5	62.0
Brazil	50.6	48.0	48.7	45.6	42.2	40.1	47.1	46.5
Chili	76.9	85.6	83.7	67.7	52.2	39.8	-	-
Meksiko	51.9	59.2	54.5	61.7	56.1	48.5	35.0	25.0
Maroko	137.1	127.5	136.3	125.3	117.3	105.2	-	-
Nigeria	50.1	88.2	133.6	118.7	113.3	14.3	-	-
Philipina	57.6	69.5	76.6	73.5	67.3	71.7	-	-
Poland	43.2	48.5	67.2	65.0	73.0	88.9	-	-
Venezuela	41.2	59.9	54.6	53.8	70.4	54.1	46.3	52.0

Keterangan :

- Data tidak terdapat

Catatan : Rasio hutang publik yaitu hutang eksternal dan domestik dari sektor publik dikurangi cadangan resmi

Sumber : Goldman Sachs (1991, 1992)

reformasi fiskal. Hal ini menandakan bahwa dampak reformasi fiskal tidak dapat sepenuhnya dipercaya pada saat pertukaran hutang (eksekusi operasi Brady yang sesungguhnya). Dampak kebijakan-kebijakan fiskal yang diperbaiki pada harga pasar sekunder mungkin masuk secara perlahan ke dalam harga-harga pasar di negara-negara dimana reformasi benar-benar terjadi

Salah satu ukuran dari sejumlah perubahan kebijakan yang penting adalah peningkatan penerimaan bersih dari pengeluaran pemerintah yang disebut surplus fiskal primer⁴. Sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 2, debitur-debitur Brady Plan telah membuat kemajuan yang mengesankan dalam penganggaran dan dapat membiayai persentase pembayaran jasa hutang dengan baik melalui perpajakan, bukan penambahan pinjaman. Ukuran

kinerja fiskal yang berguna lainnya adalah *surplus fiskal operasional*. Surplus fiskal operasional merupakan surplus primer dikurangi pembayaran bunga riil, baik hutang domestik maupun eksternal. Perbaikan dalam surplus ini, relatif terhadap surplus primer, disebabkan oleh suatu penurunan dalam tingkat bunga nilai riil internasional, atau penurunan dalam stok hutang. Perbaikan neraca operasional yang mengesankan dalam tabel 2 mencerminkan dampak kombinasi dari semua faktor ini. Dalam penelitian empiris berikut kami mengasumsikan bahwa perubahan neraca fiskal ini berkorelasi dengan variasi reformasi kebijakan yang sulit untuk dikuantifisir. Meskipun ukuran-ukuran ini

4 Hasil-hasil swastanisasi dimasukkan sebagai penerimaan

tidak cukup lengkap, hal ini tidak mungkin nampak bahwa perubahan yang kuat dalam rejim kebijakan yang lebih baik akan berhubungan dengan perbaikan dalam neraca fiskal ini.

Perbaikan dalam neraca operasional lebih nyata dibandingkan dengan perbaikan neraca primer. Penemuan penting untuk mengevaluasi masa depan adalah mengidentifikasi bagian apa dari reduksi pembayaran bunga riil yang merupakan bagian permanen dari posisi negara-negara debitur. Salah satu aspek yang jelas-jelas permanen adalah amortisasi hutang riil. Suatu surplus neraca anggaran operasional selama tahun-tahun lalu berarti bahwa nilai riil hutang yang ada sedang dikurangi. Sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 3, beberapa negara debitur telah membuat keuntungan yang substansial dalam mengurangi nilai riil hutang pemerintah bersih melalui suatu amortisasi normal atas hutang luar negeri dan domestik. Masalah ini telah menjadi lebih penting daripada reduksi hutang yang didiskusikan di atas. Mungkin saja reformasi fiskal akan menerapkan reduksi permanen dalam premi kesalahan (*default premium*) yang digabungkan dengan tingkat bunga.

Tingkat Bunga Internasional

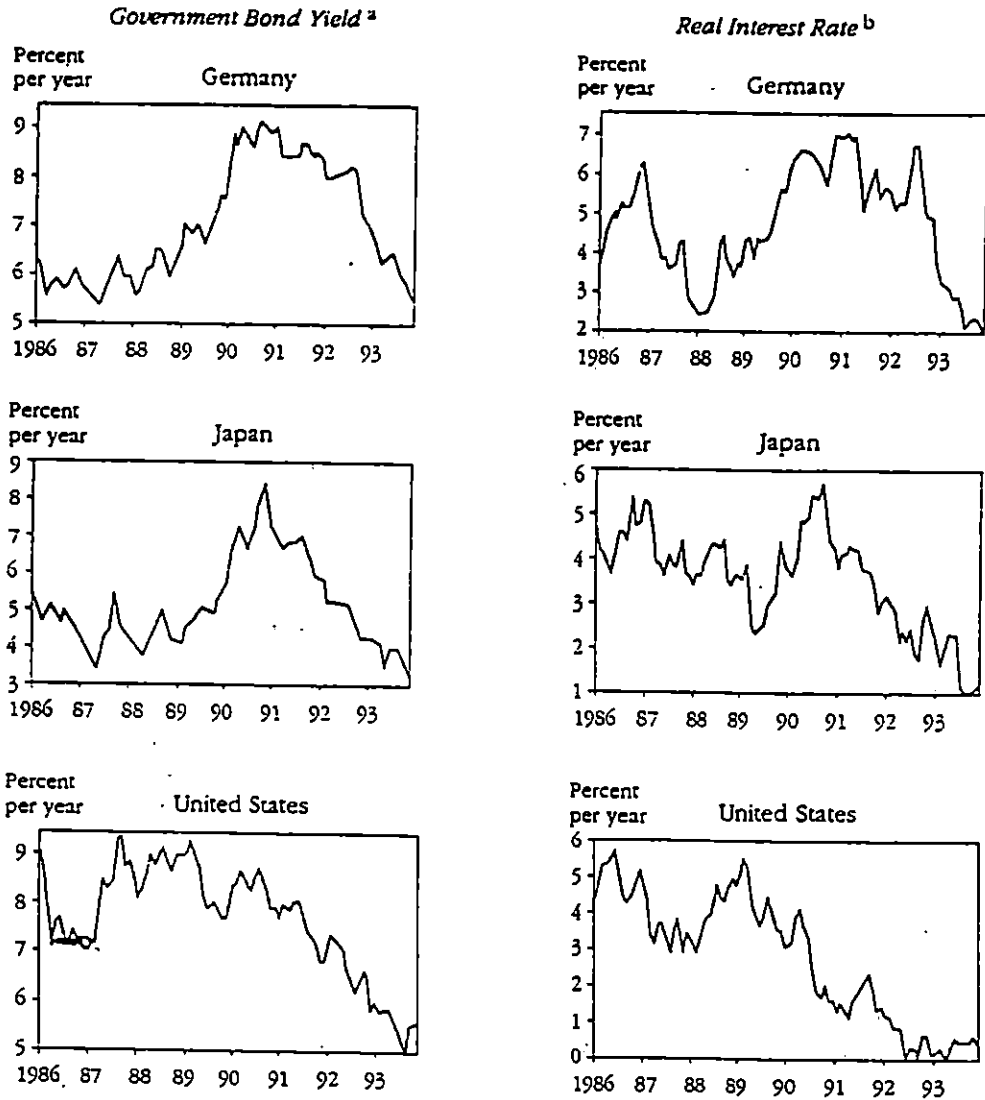
Sumber perbaikan potensial lainnya pada posisi-posisi negara-negara debitur telah merubah lingkungan eksternal. Perubahan dominan sesudah 1989 adalah penurunan tingkat bunga riil dan nominal di Amerika Serikat, dan lebih luas lagi di sebagian besar negara industri (gambar 2). Sebagaimana ditunjukkan oleh Dooley dan Stone (1993) peningkatan tingkat bunga internasional merupakan variabel dalam

analisis regresi yang memiliki kekuatan besar dalam menjelaskan penurunan harga-harga pasar sekunder yang luas sesudah 1989. Hasil ini konsisten dengan hipotesa bahwa *expected present value* pembayaran oleh negara-negara debitur turun sebagaimana kenaikan tingkat bunga internasional. Oleh karenanya peningkatan harga-harga hutang setelah Pidato Brady akan konsisten dengan penurunan tingkat bunga pasar.

Nilai penting potensial penurunan tingkat bunga internasional meningkat dari dua sumber. *Pertama*, terdapat alasan teoritis yang baik untuk dipercaya bahwa nilai obligasi Brady yang berbunga mengambang maupun tetap akan meningkat melebihi persentase penurunan tingkat bunga Internasional. *Kedua*, Tingkat bunga domestik yang dibayarkan oleh pemerintah debitur akan turun dengan tingkat internasional, dan terdapat alasan-alasan yang teoritis yang baik untuk memprediksi bahwa reduksi akan lebih besar daripada proporsional.

Untuk mengevaluasi pengaruh perubahan tingkat bunga internasional, perlu mengidentifikasi tingkat diskon yang relevan dimana investor menterjemahkan pembayaran harapan pemerintah debitur ke dalam nilai sekarang. Karena kebanyakan hutang eksternal didominasi oleh mata uang dollar AS, tingkat diskon yang tepat adalah tingkat bunga riil bebas resiko yang terdapat dalam investasi dalam satuan dollar yang sama dalam *maturity* (batas waktu pinjamannya) dan dalam hal dimana tingkat bunga contractual disesuaikan sepanjang waktu. Hal ini bukan merupakan masalah yang jelas. Khususnya, masalah ini akan nampak biasa ketika membandingkan

Gambar 2
Hasil Obligasi Pemerintah dan Tingkat bunga Riil di Jerman, Jepang dan AS, 1986 - 93



a. Line 61 in IMF (various years).

b. Six-month London interbank offered rate (LIBOR) (line 60eb) minus inflation (calculated as the change in the consumer price index, line 64).

Source: IMF (various years).

hutang pemerintah yang berbunga mengambang dengan hutang bebas resiko yang berbunga mengambang. Permasalahan dalam pendekatan ini adalah bahwa untuk instrumen-instrumen tingkat bunga mengambang bebas resiko, perubahan tingkat bunga pasar akan mengubah nilai pembayaran harapan nominal pada periode waktu mendatang. Tetapi, hal ini diimbangi dengan pasti oleh perubahan tingkat diskon sehingga nilai sekarang pembayaran-pembayaran hutang ini tidak berubah.

Dengan kredit pemerintah berbunga mengambang yang diperdagangkan pada diskon yang dapat dipertimbangkan, pengaruh perubahan tingkat bunga bebas resiko riil cukup berbeda. Asumsikan bahwa perubahan tingkat bunga bebas resiko riil tidak mengubah kemampuan atau niat baik pemerintah untuk membayar, nilai pembayaran harapan pada periode waktu mendatang tidak berubah. Dengan demikian nilai sekarang pembayaran-pembayaran ini tidak berubah. Oleh karena itu, baik kredit pemerintah berbunga mengambang maupun *stripped price* merespon penurunan tingkat bunga internasional dalam pola yang berhubungan dengan obligasi jangka panjang yang berbunga tetap. Sampai taraf dimana pembayaran-pembayaran kembali dibagi oleh para kreditur luar negeri dengan proporsi terhadap jasa hutang sebagaimana dalam perjanjian, respon kredit pemerintah berbunga tetap bahkan akan lebih nyata, sebab respon ini akan meningkatkan bagian kewajiban-kewajiban jasa hutang berbunga tetap dalam jasa hutang total.

Jika pembayaran masa depan diharapkan berkembang, sebagaimana dapat diharapkan pada suatu ekonomi yang sedang tumbuh, maka peningkatan nilai

sekarang mereka secara proporsional akan lebih besar daripada penurunan dalam tingkat bebas resiko. Lebih jauh, jika hutang luar negeri lebih rendah dalam prioritas pembayaran kepada jenis-jenis lain pengeluaran pemerintah debitur, harga pasar sekunder cenderung akan meningkat lebih tinggi daripada persentase peningkatan nilai sekarang pembayaran harapan keseluruhan. Hal ini merupakan aspek penting yang potensial dalam memahami hubungan antara tingkat bunga internasional dengan harga pasar sekunder. Tidak seperti instrumen-instrumen yang bebas resiko secara substansial, penurunan tingkat diskon meningkatkan nilai sekarang hutang yang berbunga tetap maupun mengambang dari negara-negara yang banyak hutang.

Tingkat Bunga Domestik

Penelitian empiris telah mencatat adanya suatu hubungan yang kuat antara tingkat bunga internasional dengan tingkat bunga domestik di negara-negara berkembang (Frankel 1994, Glick dan Moreno 1994). Kebanyakan hutang internal diputar selama beberapa waktu sekali dalam setahun di negara-negara debitur, sehingga pembayaran jasa hutang riil sangat sensitif

5 Variabel-variabel tambahan telah digunakan pada literatur empiris untuk menjelaskan harga-harga hutang sekunder, seperti rasio cadangan import atau proporsi hutang dalam tunggakan (lihat Stone 1991). Indogenitas variabel-variabel ini jelas-jelas menjadi masalah yang signifikan. Variabel-variabel eksternal other than tingkat bunga internasional mungkin relevan untuk menjelaskan pergerakan bersama harga-harga lintas negara. pada tingkatan variabel-variabel eksternal tidak berkorelasi dengan tingkat bunga, pengeluaran mereka tidak akan menyebabkan bias estimasi yang serius.

terhadap perubahan tingkat bunga domestik riil. Hal ini merupakan bagian menarik dari pengeluaran pemerintah ini, sebab-relatif terhadap pembayaran bunga riil kepada kreditur luar negeri) tingkat bunga riil yang dibayarkan dalam hutang domestik mereka menunjukkan varians dan tingkat rata-rata yang lebih besar daripada sebelum 1990. Meskipun hutang internal negara-negara ini terkadang lebih kecil daripada hutang eksternalnya, namun perubahan setelah pembayaran tingkat bunga domestik riil telah menjadi komponen biaya jasa hutang total yang penting.

Peningkatan pembayaran jasa hutang domestik akan mengurangi pembayaran

harapan untuk hutang eksternal dan harga pasar sekunder hutang eksternal yang lebih rendah. Jika perubahan tingkat bunga internasional menyebabkan perubahan yang hampir sama secara kualitatif dalam tingkat domestik, sebagaimana akan diharapkan jika pasar modal semuanya terintegrasi, hal ini jelas akan memperkuat pengaruh tingkat bunga internasional pada harga pasar sekunder.

Nilai Tukar

Penerimaan pemerintah dalam mata uang domestik dapat mencakup pembayaran jasa hutang yang lebih besar jika nilai mata uang asing dari penerimaan

Tabel 4
Dampak Variabel-variabel Tingkat Bunga dan Hutang pada Harga Pasar Sekunder di 20 Negara Berkembang, 1986 - 92

Variabel	Koefisien
Rasio hutang jangka panjang total thd ekspor, <i>LTX</i>	-0.50 (-3.10)
Rasio hutang jangka panjang total thd GNP, <i>LTC</i>	-0.36 (-2.30)
Rasio hutang komersial thd hutang	0.09 (0.86)
Jangka panjang total, <i>RCT</i>	-0.87 (-3.17)
Konstanta, <i>c</i>	5.67
Koefisien Determinasi, R^2	8.70
Koefisien Determinasi disesuaikan \bar{R}^2	0.36
	0.22

Catatan : *Generalized Least Square* (GLS) digunakan untuk mengestimasi persamaan regresi panel. Variabel terikatnya yaitu harga pasar sekunder. Semua variabel dalam logaritma, angka dalam kurung adalah nilai t dua puluh negara dalam sampel ini yaitu : Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Core d'Ivoire, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Jamaica, Mexico, Marocco, Nicaragua, Nigeria, Panama, Peru, the philippines, Senegal, Uruguay, dan Venezuela.

sumber : perhitungan penulis.

meningkat sebagaimana terjadi ketika mata uang lokal mengalami apresiasi. Apresiasi riil mata uang di negara debitur meningkatkan nilai dollar penerimaan pemerintah yang disediakan untuk jasa hutang eksternal (gambar 3). Sebagaimana dengan variabel-variabel lain yang didiskusikan di atas, ukuran nilai tukar riil yang relevan adalah bahwa nilai itu diharapkan berlaku melebihi masa kontrak. Karena ketiadaan prediksi yang lebih baik, kita dapat menganggap nilai yang berlaku sebagai tidak bias, tetapi prediksi masa depannya terkadang buruk. Tentu saja, nilai tukar riil bukan merupakan variabel eksogen, sehingga sesuatu yang lain mungkin tidak sama. Asumsi kami bahwa nilai tukar riil mengikuti pola acak adalah lemah tetapi masuk akal, karena model struktural penentuan nilai tukar nampak lebih baik daripada pola acak itu. Perubahan nilai tukar riil mungkin juga benar-benar mempengaruhi nilai mata uang domestik dari defisit fiskal. Sebagai contoh, nilai dollar penerimaan minyak tidak mengubah shock nilai tukar riil berikutnya. Dalam pembuktian empiris diharapkan adanya hubungan positif antara harga-harga hutang dan nilai tukar perdagangan.

Sebagaimana dengan tingkat bunga domestik, penting untuk mempertimbangkan hubungan antara nilai tukar dengan tingkat bunga internasional. Jika arus masuk modal bersama dengan tingkat bunga internasional yang rendah menyebabkan apresiasi nilai tukar, maka kami mengestimasi pengaruh-pengaruh perubahan eksogen dalam tingkat bunga internasional harga-harga hutang dengan lebih rendah. Oleh karena itu, asumsi bahwa nilai tukar riil tidak berhubungan dengan

variabel-variabel lain pada model mungkin berlaku terhadap hipotesa utama kami.

MODEL SEDERHANA PERUBAHAN-PERUBAHAN HARGA.

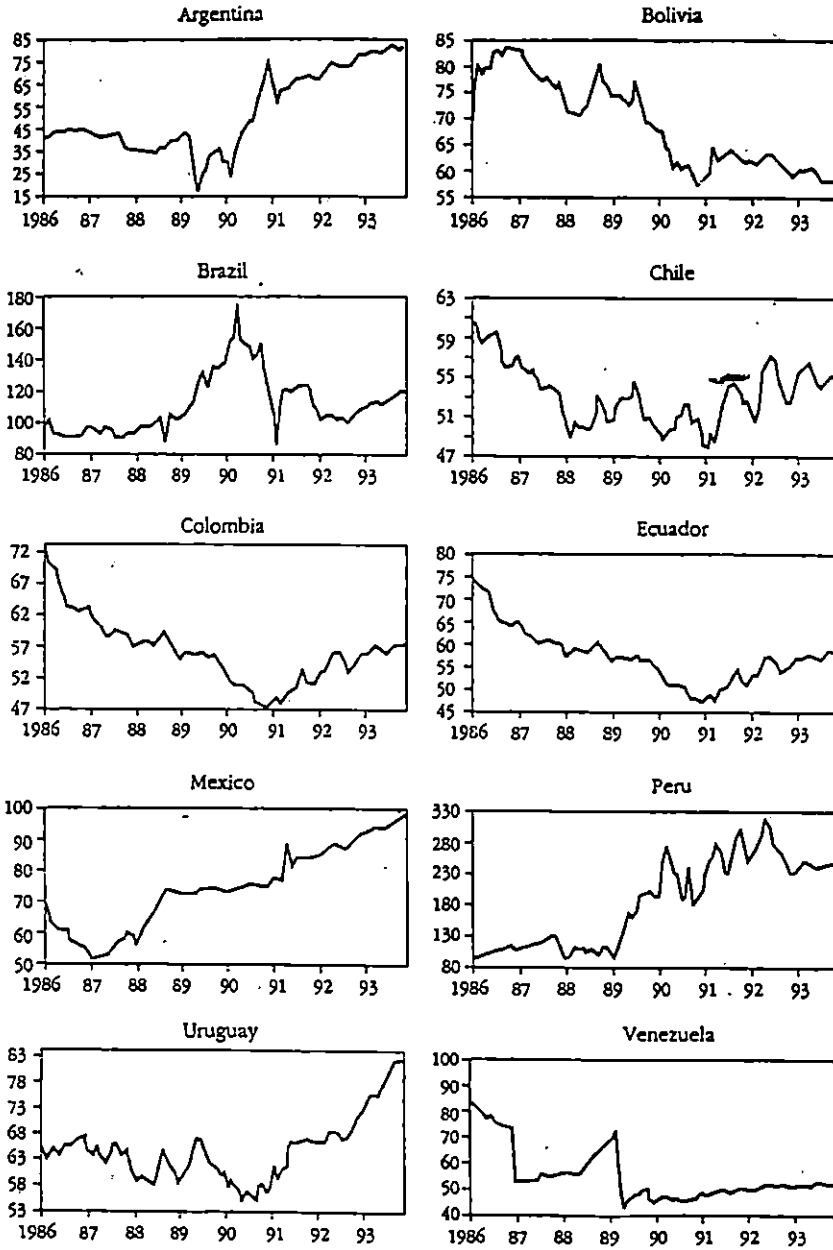
Argumentasi yang disampaikan pada bagian kedua menyarankan hipotesa regresi sebagai berikut :

$$\rho_{it} = c + a_{it} + \beta LTX_{it} + \gamma LTG_{it} + \delta RCT_{it} + \varepsilon_t + u_{it}$$

dimana $t = 1, 2, \dots, T$ adalah indeks waktu, $i = 1, 2, \dots, N$ adalah indeks negara, p adalah logaritma harga-harga pasar sekunder, LTX adalah logaritma rasio hutang jangka panjang total terhadap ekspor, LTG adalah logaritma rasio hutang jangka panjang total terhadap GNP, RCT merupakan logaritma rasio hutang komersial terhadap hutang jangka panjang total, r adalah logaritma tingkat bunga jangka panjang (10 tahunan) di AS, c adalah konstanta, dan u adalah *error term*.

Karena tujuan kami adalah menunjukkan bahwa peningkatan yang substansial pada harga hutang negara-negara Brady sesudah 1989 dapat dijelaskan dengan mudah oleh perubahan tingkat bunga internasional (dan pengaruh aritmatik langsung dari reduksi hutang) dan oleh karena itu tidak mencatat perbaikan fundamental pada prospek ekonomi negara-negara debitur, maka kami memilih untuk memakai model empiris parsimoni. Spesifikasi di atas secara sederhana menambahkan tingkat bunga internasional dalam determinan dasar harga-harga hutang bank komersial : indikator kredibilitas negara yang paling umum (rasio hutang terhadap ekspor dan hutang terhadap GNP) dan porsi hutang bank komersial dalam

Gambar 3
Indeks Nilai Tukar Efektif Riil di beberapa Negara Debitur, 1986 - 93



Note: An increase in the index denotes a real exchange rate appreciation.
Source: IMF Information Notice System data base.

hutang total.

Sejalan dengan literatur empiris, variabel penjelas diasumsikan eksogen secara statistik. Asumsi ini jelas dibenarkan dalam kasus tingkat bunga internasional, variabel kunci yang diperkenankan dalam analisis ini. Penggunaan perubahan pada bagian hutang yang disebabkan oleh pengaruh nilai tukar sebagai instrumen untuk bagian hutang bank komersial mengindikasikan bahwa variabel penjelas yang ditentukan sebelumnya, dapat diasumsikan menjadi eksogen (lihat Bulov, Rogoff, dan Bavilaqua, 1992). Variabel-variabel sumber, ekspor dan GNP telah ada sebelum tahun saat stok hutang dan harga-harga diukur, dan oleh karena itu ditentukan sebelumnya. Bulov, Rogoff dan Bavilaqua (1992) juga bereksperimen terhadap variabel ini dan lainnya, kemudian menyimpulkan bahwa estimasi variabel instrumental tidak dibutuhkan. Gagasan pokok di belakang model-model ini adalah bahwa, dalam kondisi *credit rationing*, nilai klaim bank komersial sebagai jumlah keseluruhan untuk sumber daya negara adalah benar-benar eksogen (dianalogikan di sini dengan nilai klaim terhadap perusahaan yang bangkrut). Spesifikasi di atas, lebih dalam terminologi harga daripada nilai pasar (*price times stock*), dilihat sebagai penimbangan kembali atas nilai yang mendasari persamaan yang dikoreksi untuk stok yang berkaitan dengan heteroskedastisitas. Sebagai hasilnya, persamaan itu diestimasi berdasarkan metode *least square* (lihat appendix untuk lebih detailnya)⁵

Seperti ditunjukkan oleh Dolley dan Stone (1992), regresor konvensional untuk harga-harga pasar sekunder, seperti rasio hutang-ekspor dan hutang-GDP, mengukur

komposisi hutang dan variabel fiskal, menjelaskan perbedaan *cross section* pada harga-harga dari tahun 1986 hingga 1990. Namun, tingkat bunga internasional merupakan determinan utama dari perilaku runtun waktu dari harga-harga. Penemuan yang serupa dilaporkan oleh Cohen dan Porter (1990). Alasan penting untuk meragukan hasil-hasil ini adalah kecenderungan umum yang jelas untuk tingkat bunga dan harga-harga selama periode waktu 1986-1989. Dalam artikel ini kami memperluas periode sampel hingga 1992, suatu periode dimana terdapat perubahan haluan yang jelas pada kecenderungan harga-harga dan tingkat bunga. Hasil yang ditampilkan pada tabel 4 mencatat regresi panel dengan data tahunan untuk 20 negara berkembang selama periode waktu 1986-92. Hasil untuk tujuh negara ditampilkan dalam tabel 5 (lihat appendix untuk data dan metode ekonometrik secara lebih detail)

5 Variabel-variabel tambahan telah digunakan pada literatur empiris untuk menjelaskan harga-harga hutang sekunder, seperti rasio cadangan impor atau proporsi hutang dalam tunggakan (lihat Stone 1991). Indogenitas variabel-variabel ini jelas-jelas menjadi masalah yang signifikan. Variabel-variabel eksternal dibandingkan dengan tingkat bunga internasional mungkin lebih relevan untuk menjelaskan pergerakan bersama harga-harga lintas negara. Pada tingkatan variabel-variabel eksternal tidak berkorelasi dengan tingkat bunga, eksklusi mereka tidak akan menyebabkan bias estimasi yang serius.

Tabel 5
Dampak Variabel-variabel Surplus Fiskal, Tingkat Bunga dan Hutang terhadap Harga Pasar Sekunder di Tujuh Negara Berkembang, 1986-92

Variabel	Coefficients for model			
	Excluding PFS and OFS	Including PFS and OFS	Including OFS	Including PFS
Ratio of total long-term debt to exports, <i>LTX</i>	-0.30 (0.16)	-0.23 (0.19)	-0.24 (0.19)	-0.24 (0.18)
Ratio of total long-term debt to GNP, <i>LTG</i>	0.22 (0.14)	0.20 (0.16)	0.22 (0.15)	0.20 (0.15)
Ratio of commercial debt to total long-term debt, <i>RCT</i>	-0.05 (0.13)	-0.06 (0.14)	-0.07 (0.14)	-0.05 (0.13)
Long-run (ten-year) U.S. interest rate, <i>r</i>	-2.66 (0.47)	-2.57 (0.48)	-2.61 (0.47)	-2.58 (0.48)
Transformed primary fiscal surplus, <i>LPFS</i> ^a		-0.03 (1.19)		0.32 (0.50)
Transformed operational fiscal surplus, <i>LOFS</i> ^a		0.33 (0.74)	0.37 (0.80)	

sumber : perhitungan penulis

Tabel 6
Dampak Variabel-variabel Hutang dan tingkat Bunga terhadap Harga Pasar Sekunder di 17 Negara Berkembang, 1986-89 dan 1989-92

Variabel	1986-89	1989-92
Ratio of total long-term debt to exports, <i>LTX</i>	-0.071 (-3.76)	-0.48 (-2.47)
Ratio of total long-term debt to GNP, <i>LTG</i>	-0.053 (-3.13)	-0.55 (-3.24)
Ratio of commercial debt to total long-term debt, <i>RCT</i>	-0.20 (-1.47)	-0.07 (-0.55)
Long-run (ten-year) U.S. interest rate, <i>r</i>	-4.91 (-9.25)	-0.75 (-3.24)
Constant term, <i>c</i>	13.96 (12.01)	4.96 (8.01)
R ²	0.73	0.52
Adjusted R ²	0.61	0.33

sumber : perhitungan penulis

Untuk sampel yang lebih besar (tabel 4), pengukuran konvensional hutang relatif terhadap sumber ekonomi yang terdapat pada jasa hutang memiliki tanda-tanda yang diharapkan, dan signifikan secara statistik pada level konvensional. Variabel-variabel ini agaknya mencakup dampak-dampak reduksi hutang dan perbaikan-perbaikan dalam *debt service capacity* pada negara-negara debitur. Untuk contoh yang lebih kecil dari negara-negara ini (tabel 5) model dasarnya kurang memuaskan, termasuk surplus fiskal primer yang tidak memperbaiki sifat statistik model dasar, dan bukan variabel yang signifikan. Hal ini konsisten dengan hasil yang dilaporkan oleh Dooley dan Stone (1993). Akan tetapi yang sangat menarik adalah ukuran dan stabilitas pengaruh tingkat bunga. Seperti ditunjukkan pada tabel 4, untuk sampel yang lebih besar tingkat bunga diharapkan memiliki tanda negatif dan mendekati nilai harapan elastisitas satuan negatif. Oleh karena itu merupakan perubahan sebesar satu persen pada tingkat bunga obligasi jangka panjang kira-kira penurunan satu persen pada harga pasar.

Untuk menguji coba kekuatan hasil ini, kami juga membagi sampel yang lebih besar menjadi dua periode, kurang lebih sesuai dengan penurunan harga secara umum sebelum 1989 dan peningkatan harga sesudah itu (tabel 6). Elastisitas tingkat bunga memiliki tanda yang diharapkan dan signifikan secara statistik, meskipun ukuran absolut dari elastisitas pada periode waktu yang lebih awal adalah tidak masuk akal. Sementara elastisitas tingkat bunga -1,91 pada periode tahun 1986-89, maka untuk periode 1989-92 menjadi -0,75. Ketidakesesuaian ini dapat dijelaskan dengan

variabel yang dihapus yang akan mengukur peningkatan pesimisme investor. Oleh karenanya, elastisitas menurun ketika tingkat bunga membuat kontribusi negatif (1986-89) dan meningkat ketika tingkat kontribusi positif (1986-92). Interpretasi ini dicek dengan memasukkan *dummy* waktu ke dalam spesifikasi tabel 4 : *dummy* waktu secara signifikan negatif dan elastisitas tingkat bunga yang diestimasi secara keseluruhan menjadi -1,70. Tingkat bunga mempunyai efek substansial pada arah yang diharapkan selama kedua periode. Hal ini tidak mengherankan sebab tingkat bunga meningkat pada periode pertama dan menurun pada periode kedua.

Interpretasi kami atas pembuktian ini adalah bahwa perubahan tingkat bunga internasional telah memiliki suatu pengaruh yang penting pada harga pasar hutang negara-negara berkembang serta pada masuknya kembali penduduk negara-negara ini ke dalam pasar kredit internasional. Evolusi harga yang paralel di negara-negara Brady dan non Brady sebagaimana ditunjukkan dalam gambar 1 semakin memperkuat dugaan bahwa tingkat bunga internasional merupakan faktor utama.

SUATU LATIHAN SIMULASI

Dalam bagian ini kami menggunakan hasil-hasil yang telah dilaporkan di atas untuk memperkirakan nilai penting perubahan tingkat bunga dan faktor-faktor lain terhadap evolusi harga pasar sekunder untuk negara Brady Plan secara bersama. Model ekonometrik yang digunakan untuk negara *i* sebagai berikut :

$$\rho_i = (c_i * B_i) / r_i \text{ dimana } B_i = (x_i)^{1/2} (g_i)^{1/2}$$

dimana x adalah rasio ekspor terhadap hutang dan g adalah rasio GNP terhadap hutang. Model sederhana ini memiliki elastisitas tingkat bunga uniter dan homogen dalam variabel spesifik ekspor, GNP dan hutang. Satu implikasi dari model ini yaitu bahwa yang menjadi masalah bagi harga hutang komersial adalah lebih pada hutang total daripada hutang bank komersial. Hal ini sejalan dengan penemuan Bulow, Rogoff dan Bavilaqua (1992). Tetapi, kami tidak lagi menyimpulkan bahwa semua kreditur memiliki status kedudukan yang sama, sebab kondisi ini hanya diperlukan tetapi tidak mencukupkan, kecuali jika *restrictive burden sharing models* diasumsikan (diskusi lebih jauh lihat Demirguc-Kunt dan Fernandez Arias, 1992).

Perkiraan yang lebih kongkret dari faktor-faktor yang mempengaruhi harga pasar sekunder dapat dihitung dengan model sederhana ini. Sebagai ilustrasi, Negara-negara Brady tahun 1990-92 (Costa Rica, Meksiko, Nigeria dan Philipina-fase I dan II, Uruguay dan Venezuela) diagregasikan, menambahkan semua nilai sebagaimana negara secara sendiri⁶. Anggaphlah negara Brady secara bersama ini pada Maret 1989, ketika garis besar Plan ini dipresentasikan di pasar oleh *Secretary Brady*, nilai hutang bank komersial yang ditandatangani kira-kira \$ 81 milyar, harga pasar rata-rata kira-kira \$ 0,35, dan total kira-kira \$ 196 milyar. Reduksi nilai hutang yang ditandatangani kira-kira \$ 34 milyar dalam hutang bank komersial dan reduksi hutang bersih total kira-kira \$ 29 milyar. *Stripped price* hutang bank komersial sisa sesudah restrukturisasi kira-kira \$ 0,54 milyar (dihitung pada saat masing-masing melakukan restrukturisasi).

Nilai sekarang yang diharapkan atas pembayaran kepada bank-bank komersial sesudah restrukturisasi dapat diestimasi sebagai *stripped price* saat nilai ekuivalen hutang, kira-kira \$ 29 milyar. Perhitungan sederhana ini menganjurkan bahwa jika nilai hutang pemerintah yang diharapkan tidak berubah, maka reaksi awal terhadap Brady Plan terfokus pada reduksi hutang, tetapi tidak menyebabkan suatu revisi yang terukur atas harapan pembayaran hutang yang secara jelas dapat dihubungkan dengan keuntungan efisiensi.

Secara alternatif, asumsi hipotetis dapat dibuat yaitu bahwa semua kreditur memiliki kedudukan sama. (asumsi ini konsisten dengan model yang disederhanakan dimana harga-harga lebih tergantung pada hutang total daripada hutang bank komersial). Dalam kasus itu *pra-Brady* dan *stripped prices* akan berlaku untuk hutang total. Dibawah asumsi ini nilai sekarang yang diharapkan atas pembayaran meningkat dari kira-kira \$ 69 milyar dalam ketiadaan operasi Brady menjadi \$ 92 milyar sesudah operasi ini. Dengan ini maka dalam pandangan pasar, operasi Brady menimbulkan dampak melebihi dampak aritmetik reduksi hutang.

Dalam hal ini terdapat dua hal penting. *Pertama*, apa saja yang diperbaiki oleh operasi Brady ini relatif permanen dan oleh karena itu tidak mungkin memberi

6 Operasi Argentina tidak dimasukkan, sebab sebagaimana dicatat di atas, analisisnya rumit oleh karena tidak diterapkannya harga-harga pra-Brady sebagai *benchmarks*. Meskipun masalah ini juga dijumpai pada beberapa kasus pada operasi-operasi Brady yang lain, ukuran operasi Argentina mungkin mendistorsi rata-rata itu secara signifikan.

kontribusi terhadap suatu *down-side risk* atas penurunan harga pasar sekunder. Kedua, sesudah operasi ini resiko pemerintah di negara-negara ini, sebagaimana ditunjukkan oleh *stripped price*, tetap substansial.

Kami sekarang menganalisis evolusi *stripped price* di negara Brady secara bersama sesudah operasi Brady untuk menunjukkan bahwa perbaikan sesudah itu dapat dihitung secara penuh dari penurunan tingkat bunga internasional. Implikasi hal ini yaitu bahwa, berlawanan dengan pendapat umum, perbaikan kredibilitas ini tidak perlu berhubungan dengan pembangunan positif yang baru (*new positive development*) pada dasar-dasar ekonomi domestik atau dengan pengetahuan pasar bahwa keuntungan operasi Brady lebih besar daripada yang diantisipasi sebagaimana tercermin pada harga pasar awal. Untuk penyelesaian persoalan ini, tingkat bunga Obligasi Pemerintah AS sepuluh tahun yaitu 8,59 persen. Maret 1993 tingkat bunga obligasi ini yaitu 5,89 persen. Model sederhana kami memprediksi bahwa penurunan ini akan menyebabkan peningkatan harga pasar sekunder sebesar 46 persen, dari \$ 0,43 menjadi \$ 0,63⁷. Harga pasar aktual pada 8 Mei 1993 kira-kira \$ 0,66. Hal ini merupakan hasil yang mengganggu. Untuk negara Brady secara bersama, sebenarnya semua peningkatan harga pasar sekunder sejak Maret 1989 dapat dihitung dengan pengaruh aritmetik semata-mata dari salah satu faktor permanen, reduksi hutang, dan satu faktor yang dapat dibalik, yaitu tingkat bunga internasional.

Lebih jauh, peningkatan harga-harga pasar dapat dihitung secara mudah dengan apresiasi nilai tukar riil yang mencapai rata-rata 15 persen dari Maret 1990 hingga Maret

1993, khususnya jika pasar menginginkan harapan ini menjadi perbaikan yang permanen. Peningkatan GNP dalam dolar yang sesuai akan memprediksi kenaikan harga pasar kira-kira \$ 0,03, membawa harga perkiraan menjadi harga aktual sebesar \$ 0,66

Hal yang menarik adalah bahwa kalkulasi ini mungkin mengestimasi peranan tingkat bunga internasional dengan lebih rendah dan peningkatan harga pasar lebih dapat dijelaskan ketika pengaruh manfaat tidak langsung pada pertumbuhan (dan oleh karenanya peningkatan pada rasio Ekspor dan GNP x dan g) dimasukkan ke dalam perhitungan. Nampaknya mungkin bahwa penurunan tingkat bunga bebas resiko dalam dolar juga memperhitungkan penurunan tingkat bunga domestik riil di negara debitor. Sebagaimana didiskusikan di atas, penurunan tingkat internasional akan memberikan tekanan yang menurun pada tingkat domestik melalui arbitrase bunga. Tambahan lagi, masing-masing pemerintah ini membayar suatu premi untuk pemegang hutang publik domestik, yang dalam banyak kasus mencerminkan inflasi harapan dan depresiasi nilai tukar. Suatu perubahan tingkat bunga internasional yang dapat menimbulkan keraguan akan kemampuan pemerintah membiayai jasa hutang tanpa penyortiran kembali pajak inflasi akan menyebabkan peningkatan tingkat bunga domestik nomi-

7 Kami asumsikan di sini bahwa tingkat inflasi jangka panjang yang diharapkan untuk AS tidak berubah sepanjang interval ini. Jika inflasi yang diharapkan ini turun, perubahan harga yang diprediksi akan lebih sedikit sebab dalam kasus ini nilai dollar pembayaran yang diharapkan akan meningkat.

nal dan riil secara tiba-tiba. Oleh karena itu, peningkatan tingkat bunga internasional bahkan dapat menyebabkan perubahan tingkat bunga domestik yang lebih besar. Jika peningkatan tingkat bunga internasional yang berkaitan dengan peningkatan tingkat domestik di atas proporsional, maka penurunan harga pasar sekunder yang lebih besar bahkan lebih mungkin.

Hal ini menandakan bahwa reformasi kebijakan mungkin belum menjadi krusial bagi negara-negara secara bersama. Penjelasannya adalah bahwa perubahan surplus fiskal primer negara-negara secara bersama telah menjadi begitu negatif sejak 1989. Seperti disebutkan di atas, Meksiko telah mengatur penurunan yang kecil dalam surplus operasionalnya sejak 1989, tetapi lebih banyak daripada Venezuela. Kebijakan yang diperbaiki mungkin juga telah memainkan peranan penting dalam arus masuk modal yang diobservasi. Pertanyaan yang sulit adalah apakah faktor-faktor permanen ini dapat atau tidak mempertahankan akses pasar jika tingkat bunga internasional dan harga pasar sekunder turun hingga tingkat yang hanya terlihat tiga tahun lalu.

Dapat diargumentasikan bahwa volume arus masuk swasta yang dilaporkan di negara-negara berkembang merupakan bukti bahwa pandangan yang diperbaiki untuk negara-negara ini merupakan perubahan yang masuk akal dalam lingkungan ekonomi. Para investor sadar betul bahwa tingkat bunga internasional dapat meningkat sebagaimana yang terjadi di negara-negara industri. Jawaban untuk hal ini mungkin bahwa volume arus masuk modal swasta merupakan indikator harapan yang lemah. Lebih khusus, kita dapat

memikirkan pemerintah negara debitur sebagai investor asing jangka pendek, investasi dalam dollar yang dapat meningkatkan tingkat bunga dimana saat ini dapat diperoleh di negara-negara-negara kreditur.

Hal ini bukan untuk mengatakan bahwa pemerintah debitur membuat kesalahan lagi dalam menjamin hutang penduduk mereka dalam dollar secara eksplisit, sebagaimana yang mereka kerjakan dengan kredit sindikasi. Dalam kasus ini jaminan kredit dan nilai tukar keduanya implisit. Bentuk arus masuk modal swasta yang dominan saat ini adalah klaim mata uang domestik pada pemerintah debitur, bank-bank domestik dan perusahaan-perusahaan domestik lainnya. Nilai dollar posisi-posisi ini tergantung pada komitmen pemerintah debitur untuk mempertahankan nilai tukar terhadap dollar. Dalam banyak kasus komitmen pemerintah itu cukup kuat, sebab mereka telah mendasarkan target inflasinya pada nilai tukar tetap. Dalam keadaan seperti ini, devaluasi dilihat sebagai awal dari tujuan stabilitas harga.

Komitmen pemerintah pada tingkatan tertentu dipercaya, sebab komitmen ini telah mengakumulasi cadangan yang digunakan untuk mempertahankan kebijakan nilai tukar. Pada tahun-tahun ini, kira-kira satu setengah arus masuk swasta ke negara-negara debitur Amerika Latin telah diimbangi oleh peningkatan cadangan resmi. Oleh karena itu dalam kenyataan para investor memiliki beberapa keyakinan bahwa tingkat bunga mata uang domestik yang tinggi juga akan menjadikan tingkat bunga dollar tinggi. Lebih jauh, dengan menjaga investasi pada

sistem perbankan atau sekuritas pemerintah, para investor memiliki beberapa asuransi dimana investasi ini dijamin oleh pemerintah, bahkan jika perusahaan domestik menjadi bangkrut. Semua ini mengingatkan kepada tahun 1970-an ketika arus modal swasta masuk dan arus modal pemerintah keluar, sehingga tidak ada alasan untuk membatasi arus masuk modal. Sebenarnya, pemerintah sedang bertindak sebagai perantara keuangan yang meminjam murah dan meminjam mahal.

Anggaplah bahwa pemerintah debitur mengizinkan nilai tukar ditentukan dengan mengambang bebas. Akankah arus masuk modal swasta terus menjadi besar? Dugaan kami hal itu tak akan terjadi, dan dalam kenyataan bahkan tidak akan dengan menyesuaikan defisit neraca berjalan yang sangat besar.

SIMPULAN

Harga sekunder mungkin lebih informatif sebagai barometer kekuatan finansial suatu negara debitur dibandingkan dengan volume arus masuk modal swasta yang diobservasi. Suatu perubahan haluan tingkat bunga di Amerika Serikat dapat menyebabkan kesulitan riil bagi negara-negara debitur, khususnya jika tingkat bunga itu menular kepada pasar domestik. Penurunan yang berhubungan pada pasar sekunder akan menandakan suatu penghentian arus modal saat ini, penurunan cadangan internasional yang cepat, dan depresiasi nilai tukar. Reformasi fiskal sangat mengesankan di beberapa negara, tetapi pada umumnya belum membangun berbagai perlindungan untuk membiayai kebanyakan negara debitur (dimana negara ini dapat dengan mudah mengimbangi

pembayaran bunga hutang yang dihasilkan dari peningkatan tingkat bunga AS). Lebih jauh, penyesuaian fiskal tambahan mungkin menggambarkan dukungan yang sedikit lebih populer jika penyesuaian fiskal ini hanya menyokong pembayaran bunga yang meningkat.

Telah ada perbaikan permanen yang penting pada posisi finansial di banyak negara. Reduksi hutang, baik melalui restrukturisasi hutang eksternal maupun amortisasi negara debitur telah mereduksi kerentanan beberapa negara debitur. Lebih jauh, reformasi sistem fiskal yang permanen telah memperkuat kemampuan membayar hutang beberapa negara. Arus masuk modal ke negara-negara berkembang saat ini belum dihambat oleh program penyesuaian ekonomi yang kuat. Menurunkan tingkat bunga dollar secara dramatis akan mengurangi diskon pasar sekunder, dan di banyak kasus membawanya hingga ke nol (situasi yang terbatas yang bercirikan akses ke pasar yang tak dihambat dari debitur pemerintah yang sanggup membayar hutang). Hal ini mungkin nampak bahwa peningkatan tingkat bunga dollar dapat membalikkan situasi ini.

APPENDIX : METODE-METODE EKONOMETRI DAN DATA.

Investigasi ini mencakup periode 1986-92 untuk 17 negara dan 1988-92 untuk tiga negara, dimana terdapat harga-harga pasar sekunder. Negara-negara yang mempertimbangkan untuk mulai tahun 1986 adalah Argentina, Bolivia, Brazil, Chili, Core d'Ivoire, Costa Rica, Ekuador, Jamaika, Meksiko, Marroko, Nikaragua, Panama, Peru, Philipina, Senegal, Uruguay dan Venezuela. Kerena senjang ketersediaan harga

pasar sekunder sebelum 1988, ketiga negara berikut memiliki periode waktu yang dikurangi (1988-92), yaitu Kolombia, Guatemala dan Nigeria.

Data tahunan digunakan karena beberapa data yang relevan tidak terdapat pada frekuensi yang lebih tinggi. Penggunaan data tahunan akan mengurangi autokorelasi serial yang disebabkan oleh variabel-variabel yang dihapus. Kebanyakan data untuk harga-harga pasar sekunder berasal dari Salomon Brothers (akhir harga tahunan). Tingkat bunga dunia diambil dari tingkat bunga jangka panjang AS (sepuluh tahun) dari IMF (berbagai tahun). Tingkat bunga nominal digunakan karena kesulitan mengestimasi tingkat bunga riil *ex ante* jangka panjang. Variabel-variabel lain yaitu GNP, hutang jangka panjang total, hutang komersial, dan ekspor, diperluas dari World Bank (1992). Perlu dicatat bahwa gambar 1992 untuk variabel-variabel terakhir adalah gambar proyeksi. Hutang jangka panjang total termasuk tunggakan bunga. Hutang komersial termasuk hutang obligasi dan tunggakan bunga.

Prosedur secara statistik yang digunakan dalam contoh panel ini adalah *generalized least square* (GES), dimana *intersept* spesifik negara dipertimbangkan acak. Pada kondisi pengaruh acak tidak berkorelasi dengan variabel penjelas, estimator GES adalah konsisten dan efisien. Hipotesis ini diuji menggunakan *Haussman Misspecification Test* dan diterima pada *confidence level* yang biasa.

Homogenitas implisit dalam penggunaan rasio-rasio (log) hutang jangka panjang total terhadap ekspor, hutang jangka panjang terhadap GNP, dan hutang

komersial terhadap hutang jangka panjang total diuji dan diterima pada *confidence level* 95 persen. dalam konteks model yang lebih umum yang memasukkan (log dari) ekspor, GNP, stok hutang komersial dan stok hutang total.

Autokorelasi serial nampak tidak menjadi masalah menurut *Sargan Frazini Test*. Mengoreksi autokorelasi menggunakan transformasi Prains Winten hanya memperlihatkan perubahan marginal untuk estimasi tingkat bunga.

DAFTAR PUSTAKA

- American Banker, Inc. Various issues. *Emerging Markets Debt Report* (formerly LDC Debt Report).
- Bacha, Edmar L. (1991). "The Brady Plan and Beyond: New Devt Management Options for Latin America." Text para Discussao 257. Pontificia Universidade Catolicado, Departamento de Economia, Rio de Janeiro. Processed.
- Bulow, Jeremy, and Ken Rogof, and Afonso Bevilaqua. (1992) "Official Creditor Seniority and Burden-Sharing in the Former Soviet Bloc." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 : 195 - 234.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart. (1993). "Capital Inflows and REal Exchange Rate Appreciation in Latin America : The Role of External Factors." *IMF Staff Paper* 40 (March) : 108-51.
- Claessens, Constantijn, Ishac Diwan, and Eduardo Fernandez-Arias. (1992). "Recent Experience with Commercial Bank Debt Reduction." Policy Research Working Paper 995. World

- Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Cohen, Daniel, (1992). "The Debt Crisis : A Postmortem." *NBER Macroeconomic Annual* : 64-114.
- Cohen, Daniel, and Richard Portes, (1990). *The Price of LDC Debt*. CEPR Discussion Paper 459. London : Centre for Economic Policy Research.
- Demirguc-Kunt, Asli, and Eduardo Fernandez-Arias. (1992). "Burden Sharing among Official and Private Creditors." Policy Research Working Paper 943. World Bank, International Economics Department, Washington, D.C. Processed.
- Dooley, Michael P. (1988). "Buy-Backs and the Market Value of External Debt." *IMF Staff Papers* 35 (June) : 215-29.
- Dooley, Michael P., and Mark Stone. (1993). "Endogeneous Creditor Seniority and External Debt Values." *IMF Staff Papers* 40 (June) : 395 - 413.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, Richard Hass, Steven Symansky, and Ralph Tryon. 1990. *Debt Reduction and Economic Activity*. IMF Occasional Paper 68. Washington, D.C. : International Monetary Fund.
- Fernandez-Arias, Eduardo. (1995). "The New Wave of Private Capital Inflows : Push or Pull ?" *Journal of Development Economics* (December).
- Frankel, Jeffrey, (1994). "Have Latin American and Asian Countries So Liberalized Portfolio Capital Inflows That Sterilization Is Impossible ?" Institute for International Economics, Washington, D.C. Processed.
- Glick, Reuven, and Ramon Moreno, (1994). "Capital Flows and Monetary Policy in East Asia." Federal Reserve Bank of San Francisco, Processed.