

KRISIS HUTANG : PELAJARAN DARI TAHUN 1980an UNTUK 1990an

Graciela L. Kaminsky dan Alfredo Pereira

Abstract

One of the salient characteristics of the 1980s is the growth collapse of the Latin American debtor countries. The debt-overhang literature claims that the debt crisis is the main reason for the growth collapse. However, precious empirical work has failed to support this hypothesis. We re-examined this hypothesis further using simulation and econometric methods. We found that, once we account for the effects of social inequality on government policy and consumption, the burden of servicing the debt becomes an important factor in explaining the collapse in investment and output growth in Latin America. We draw some conclusions for the 1990s.

Selama tahun 1980an, sesudah tekanan krisis hutang terjadi, tingkat pertumbuhan ekonomi negara-negara Amerika Latin menurun tajam dari sekitar 6 % menjadi rata-rata 1,8 %. Dari perspektif 1980an prospek pertumbuhan di masa depan diperkeruh oleh penurunan tajam pada porsi pembentukan modal dalam *output* (dari kira-kira 20 % pada tahun 1970an menjadi sekitar 16 % sesudah tahun 1982) (*World Economic Outlook*, Oktober 1993; Calvo et al., 1992). Penurunan pertumbuhan yang tajam ini juga diiringi oleh dislokasi makroekonomi, suatu peningkatan inflasi yang substansial, serta kemiskinan yang meluas. Tahun 1980an ini sering disebut sebagai "lost decade"

Para kreditur menuduh kesalahan kebijakan pemerintah negara debitur sebagai penyebab krisis ini, sementara negara debitur menyalahkan kebijakan perdagangan dan makroekonomi pada sebagian besar negara industri. Terlepas mana yang benar, tidak ada keraguan bahwa selama tahun 1980an negara-negara berkembang dihantam berbagai peristiwa yang berasal dari luar (eksternal). Keadaan moneter yang amat ketat di pusat-pusat ekonomi dunia yang dirangsang oleh penurunan terus menerus di dunia industri dengan cepat menyebabkan penurunan harga-harga ekspor dan nilai tukar perda-

ngan di negara-negara pinggiran (*periphery*). Pada awal 1980an, kebijakan moneter kontraktif yang dibarengi dengan kebijakan fiskal ekspansif pada beberapa negara industri juga menyebabkan peningkatan tingkat bunga riil yang tajam dan menghentikan pasar modal-pasar modal di dunia, sehingga langkah perpanjangan hutang menjadi sangat sulit. Oleh karena itu, pembicaraan yang ditujukan untuk *rescheduling* dan *restructuring* hutang dilanjutkan, bahkan negara-negara debitur (dalam beberapa kasus) menunda pembayaran hutang eksternal mereka.

Meskipun terdapat pembicaraan antara debitur dengan kreditur serta retaliasi oleh beberapa negara debitur, ternyata pinjaman yang berbasis pasar baru oleh negara-negara pusat terhadap negara berkembang benar-benar hilang sesudah 1982. Lebih jauh, *net resources transfer* kepada negara-negara debitur hampir semuanya negatif. Oleh karenanya, negara-negara debitur ditekan untuk mulai membayar kembali hutang luar negeri mereka. Negara-negara pengutang besar (*highly-indebted countries*) harus mencapai surplus perdagangan sekitar 5 % (dari *output*) sehingga dapat membayar hutang-hutangnya (*International Financial Statistics*, berbagai tahun).

Beberapa ekonom beralasan bahwa *outward resources transfer* ini merupakan suatu beban yang memberatkan ekonomi domestik negara-negara debitur. Sachs (1989a), sebagai contoh, berargumentasi bahwa *outward transfer* menjadi suatu *disincentive* terhadap investasi dan pertumbuhan di negara-negara debitur, sebab sebagian dari perolehan investasi dibawa dari ekonomi domestik dalam bentuk pembayaran terhadap kreditur luar negeri. Hipotesis seperti ini (*debt overhang hypothesis*) menjadi terkenal di kalangan akademisi dan politikus. Para pendukung hipotesis ini juga setuju dengan gagasan bahwa kreditur dan debitur sama-sama mendapatkan keuntungan dari upaya peringanan hutang (*debt relief*).

Negara-negara Amerika Latin dihantam oleh suatu faktor eksternal yang berlebihan, sementara negara-negara Asia juga dihantam oleh faktor eksternal yang sama. *Outward transfer* negara-negara Asia kepada kreditur juga meningkat sekitar 5 % (dari *output*) sesudah dihantam krisis hutang tahun 1980an. Namun demikian, fakta bahwa negara-negara Asia dapat keluar dari krisis, sedangkan negara-negara Amerika Latin nampaknya tidak, menimbulkan pertanyaan terhadap kebenaran *debt overhang hypothesis*.

Pemulihan ekonomi nampaknya menjadi mimpi yang mustahil pada tahun 1980an, tetapi pada tahun 1990an hal ini merupakan kenyataan. *Foreign capital inflow* tercatat pada tingkatan yang belum terlihat sebelumnya. Selama tahun 1970an (1975-1981) modal yang mengalir dari negara pusat ke Amerika Latin mencapai 26 miliar dollar per tahun. Selama 1990an (1990-1992) *capital inflow* rata-rata berkisar 39 miliar dollar per tahun (Calvo et al., 1992, 1993, 1994). Pertumbuhan telah pulih, meskipun masih di bawah tingkat yang terjadi pada 1970an. Bagian penting dari fenomena ini dapat dijelaskan dengan reformasi ekonomi dan politik fundamental yang banyak dilaksanakan negara ini, termasuk restrukturisasi hutang eksternal mereka. Tetapi, reformasi sendiri tidak dapat menjelaskan gelombang baru dalam pin-

jaman kepada negara-negara berkembang, khususnya jika mengingat bahwa pinjaman juga mengalir kepada negara-negara yang tidak melakukan reformasi. Pada tahun 1980an *financial shock* di kebanyakan negara industri menghentikan dana di *periphery*, sementara penurunan *real return* di negara pusat nampaknya menjadi faktor penjelas utama mengalirnya arus modal pada tahun 1990an.

Cerita sukses tahun 1990an ini nampaknya menimbulkan pertanyaan apakah faktor-faktor yang mendorong kehancuran tahun 1980an tersebut. Namun demikian, pembangunan pada bulan-bulan awal tahun 1994 telah menimbulkan perhatian bahwa arus modal dapat dibalik dengan tiba-tiba. Arus modal dari Asia Timur menuju Amerika Latin menurun sesudah pengetatan kebijakan moneter di AS pada paruh pertama tahun 1994. Bahkan, kenaikan tingkat bunga di negara-negara industri mungkin menyebabkan berakhirnya periode bonanza modal 1990-1993, dimana pasar modal dunia pada akhir 1990an kembali seperti pada tahun 1980an. Berdasarkan hal ini maka penulis berpendapat bahwa saat ini merupakan waktu yang tepat untuk menguji kembali pengalaman tahun 1980an guna mendapatkan pelajaran-pelajaran bagi tahun 1990an!

Tulisan ini menekankan pada dua pertanyaan. *Pertama*, apakah kehancuran di negara-negara berkembang pada tahun 1980an merupakan konsekuensi dari *external shock* terhadap pasar keuangan di negara-negara pusat, dan dari pembalikan arus modal yang cepat?. *Kedua*, mengapa beberapa negara, seperti Argentina dan Meksiko, menderita krisis yang serius, sementara lainnya tidak (misalnya Korea Selatan dan Indonesia)

Untuk menganalisis masalah ini digunakan dua metode berbeda, yaitu simulasi dan teknik ekonometri. *Pertama*, suatu *endogeneous growth* model disimulasikan untuk menguji respon dinamis optimal dari negara-negara debitur terhadap krisis hutang. *Model* ini disesuaikan dengan perekonomian Argentina dan Meksiko di

bawah dua kondisi pasar modal dunia : (a) akses yang sempurna terhadap pasar modal dunia dan (b) arus sumber daya yang negatif terhadap negara-negara debitur. Penulis menemukan bahwa transfer sumber daya keluar pada tahun 1980an tidak membahayakan kinerja ekonomi negara-negara debitur (lihat juga Borénsztein, 1990, Arrau, 1990). Respon optimal terhadap pembalikan arus modal merupakan suatu reduksi yang besar dalam konsumsi, menurunkan investasi, sedangkan pertumbuhan tidak berubah secara mendasar. Hasil ini bertentangan dengan pengalaman negara-negara Amerika Latin dimana baik investasi maupun pertumbuhan hancur, serta konsumsi turun secara *rigid*.

Selanjutnya penulis menguji faktor-faktor yang mungkin dapat menjelaskan rigiditas penurunan konsumsi. Untuk menguji ini penulis meminjam literatur ekonomi politik dan menguji apakah rigiditas konsumsi merupakan akibat dari ketimpangan pendapatan, yang mendorong ketidakpuasan sosial dan membuat ketidakmungkinan bagi pemerintah untuk menolak permintaan untuk pengeluaran konsumsi. Pengujian dengan menggunakan data panel 33 negara debitur ini menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara ketimpangan pendapatan dengan pengeluaran konsumsi.

Akhirnya, penulis menguji apakah rigiditas penurunan konsumsi dapat menjelaskan penurunan pertumbuhan yang berlarut-larut ini. Untuk menguji dinamika pertumbuhan dalam suatu skenario terkendala disimulasikan *endogenous growth model* yang diadaptasikan untuk kasus Argentina dan Meksiko dengan *lower-bound restriction* pada konsumsi. Bertlawanan dengan simulasi dalam *Intertemporal Optimizing Scenario* (IOS), simulasi ini menyarankan bahwa krisis hutang mungkin merupakan penyebab utama kehancuran pertumbuhan tahun 1980an. Yang menarik, penulis menemukan bahwa kerugian kesejahteraan dari deviasi solusi optimal dapat diabaikan. Tingkatan konsumsi yang lebih besar di negara-negara debitur pada akhir krisis hutang-relatif terhadap solusi optimal- sebagian

dibiayai oleh negara-negara debitur. Mekanisme membagi beban (*burden-sharing mechanism*) merupakan hasil dari manajemen krisis hutang tahun 1980an.

Tulisan ini disusun sebagai berikut : bagian *pertama* mereview beberapa penjelasan yang ada dalam literatur tentang hubungan antara krisis hutang dengan kehancuran pertumbuhan tahun 1980an. Bagian *kedua* mensimulasikan respon optimal terhadap krisis hutang. Bagian *ketiga* menyajikan pembuktian empiris dari hubungan antara rigiditas dalam konsumsi dengan ketimpangan pendapatan. Bagian *keempat* mensimulasi respon terhadap krisis hutang di bawah rigiditas konsumsi. Bagian *terakhir* menyajikan beberapa refleksi untuk tahun 1990an.

HIPOTESIS DEBT-OVERHANG HYPOTHESIS : REVIEW LITERATUR

Penurunan aktifitas ekonomi secara dramatis di Amerika Latin pada tahun 1980an telah membingungkan para ekonom selama bertahun-tahun. Diaz Aljero (1984) menganalisis kegagalan penyesuaian negara-negara Amerika Latin terhadap krisis hutang pada awal 1982 dengan membandingkan kinerja setelah 1982 dengan krisis hutang tahun 1930an. Kinerja negara-negara debitur pada tahun 1930an tidak lebih jelek dibandingkan awal 1980an, sementara *external shock* tahun 1930an lebih hebat daripada yang terjadi pada awal 1980an. Dia mencatat bahwa krisis 1980an tidak memiliki efek samping positif dari krisis 1930an, seperti kepercayaan diri dalam pembiayaan pembentukan modal, institusi pemerintah dan swasta yang baru, serta lahan baru bagi *enterprenur* lokal.

Statistik global menunjukkan adanya perbedaan pengalaman yang lebar diantara negara-negara berkembang. Beberapa penurunan pertumbuhan selalu ditandai dengan penurunan nilai tukar perdagangan. Kejutan penurunan nilai tukar perdagangan, seperti saat penurunan harga minyak tahun 1985, memiliki dampak negatif yang penting terhadap Meksiko. Pada saat yang

sama, kejadian ini justru menguntungkan negara-negara pengimpor minyak, seperti Brazil. Dalam beberapa hal, kesalahan kebijakan pada negara-negara debitur juga dapat menjelaskan tentang penurunan tingkat pertumbuhan yang terus menerus ini. Tetapi, pertumbuhan lambat yang terus menerus ini juga mempengaruhi negara-negara seperti Argentina dan Chili yang diikuti dengan kebijakan internal yang berbeda-beda secara dramatis. Faktor-faktor yang kontradiktif ini telah membawa para ekonom kepada penjelasan yang meragukan, yang terpusat pada *idiosyncratic shock*

Salah satu gambaran umum, kinerja ekonomi negara-negara debitur pada tahun 1980an adalah kegagalan dalam investasi yang berbarengan dengan peningkatan transfer sumber daya dari negara debitur ke kreditur. Fakta ini mendorong para-ekonom untuk berkonsentrasi pada kaitan antara beban hutang dengan kebangkrutan ekonomi, serta menyimpulkan bahwa krisis hutang merupakan faktor utama yang menyebabkan penurunan pertumbuhan.

Sachs (1989a) (lihat pula Froot, 1989 : Krugman, 1988) merupakan orang yang pertama-tama menjelaskan teka-teki krisis hutang ini dalam kerangka *debt-overhang hypothesis* (hipotesis ketergantungan hutang). Dia menekankan bahwa pada tahun 1930an hampir semua negara Amerika Latin mengendalikan krisis hutang dengan suatu penanguhan unilateral pada pembayaran hutang. Pada tahun 1980an hampir semua negara debitur telah melanjutkan pembayaran hutang mereka. Pembayaran hutang ini telah membantu mencegah terjadinya krisis perbankan internasional, tetapi tidak dapat memperbaiki pemulihan ekonomi negara-negara debitur. Sachs mengklaim bahwa hutang luar negeri memaksakan suatu disinsentive terhadap investasi dan pertumbuhan di negara-negara debitur, sebab sebagian dari pendapatan investasi dibawa dari ekonomi domestik dalam bentuk pembayaran hutang kepada kreditur.

Sebenarnya, bukti empiris tentang pengaruh kuantitatif transfer keluar terhadap per-

tumbuhan ekonomi dan relevansinya dengan *debt-overhang hypothesis* kurang mencukupi. Borrenstein (1990) dan Arrau (1990) telah mencoba memperkirakan dampak krisis hutang terhadap investasi dan pertumbuhan dengan simulasi *conventional optimal growth model* dengan kurun waktu sebagaimana dianjurkan para pendukung *debt-overhang hypothesis*.

Borrenstein (1990) mensimulasi *optimal growth model* yang diparameterisasi untuk menyerupakan dengan negara debitur yang "representatif". Berlawanan dengan pre-asumsi literatur teoritis, dia menemukan bahwa *debt relief* (suatu reduksi transfer keluar kepada bank kreditur) tidak memiliki efek kuantitatif yang penting terhadap pertumbuhan. Sebagai contoh, Borrenstein (1990) menemukan bahwa jika negara representatif ditekan untuk mentransfer 5 % dari *outputnya* setiap periode dan tidak meminjam dalam pasar modal internasional, maka investasi akan menjadi 22,5 % dari *output*. Jika transfer nol maka investasi akan meningkat menjadi 24,3 % dari *output*, sementara konsumsi akan meningkat dari 68,5 % menjadi 71,1 % dari *output*.

Arrau (1990) mensimulasikan suatu *overlapping generations model* yang disesuaikan dengan Meksiko. Dia mensimulasi *path* penyesuaian internal Meksiko ketika terjadi pembalikan defisit perdagangan dari 2 % (dari *output*-diamati tahun 1970an) menjadi surplus 6 % (diamati tahun 1980an). Arrau (1990) membuktikan bahwa porsi Investasi pada *output* menurun dari 25,6 % menjadi 21,4 %, sementara porsi konsumsi menurun dari 73,4 menjadi 70,4 %. Di sisi lain, pertumbuhan menurun dengan segera dari 6,1 menjadi 5,3 % sesudah krisis hutang. Setelah delapan tahun, tingkat pertumbuhan negara-negara pulih menjadi 5,6 %.

Secara mengejutkan hasil Borrenstein (1990) dan Arrau (1990) menyarankan agar transfer sumberdaya keluar, meskipun suatu beban, bukan merupakan beban yang melumpuhkan. Berlawanan dengan *debt-overhang hypothesis*, mereka berpendapat bahwa krisis hu-

tang tidak dapat menjelaskan kebangkrutan investasi atau penurunan pertumbuhan ekonomi. Pada bagian berikutnya penulis akan mensimulasikan semacam *intertemporal-optimizing growth model* sebagai *benchmark case*, selanjutnya penulis akan mensimulasi pengaruh krisis hutang ketika respon optimal tidak visibel secara politis.

RESPON OPTIMAL TERHADAP KRISIS HUTANG

Pada bagian ini penulis mengkhususkan dan mensimulasi *endogeneous growth model* untuk menguji respon dinamik optimal dari konsumsi, pertumbuhan dan investasi terhadap krisis hutang. Model ini disesuaikan dengan ekonomi Argentina dan Meksiko.

Model

Path optimal untuk ekonomi diperoleh dari maksimasi suatu indikator kesejahteraan sosial, *W* :

$$W = \sum_{t=0}^{\infty} \rho^t L_t U (c_t^p, c_t^g) \tag{1}$$

dimana c_t^p adalah konsumsi barang swasta per-orang, c_t^g konsumsi barang pemerintah per-orang, L_t jumlah penduduk pada periode t adalah *social discount factor*. Jumlah penduduk diasumsikan tumbuh pada tingkat konstan n . Pada persamaan (1) penulis mengikuti Arrau (1990) dalam mengasumsikan bahwa pemerintah membiayai beberapa jasa, seperti pendidikan dan kesehatan, yang masuk dalam utilitas rumah tangga. Dalam persamaan berikut $U ()$ diasumsikan menjadi *iso-elastic*:

$$U(c_t^p, c_t^g) = \frac{1}{(1-\sigma)} \left[(c_t^p)^\alpha (c_t^g)^{(1-\alpha)} \right]^{1-\sigma} \tag{2}$$

dimana $0 < \alpha < 1$ adalah porsi konsumsi barang swasta dalam konsumsi total σ dan adalah elastisitas *intertemporal* dari substitusi.

Penulis mengasumsikan bahwa ekonomi domestik menghasilkan satu barang. Dalam tradisi literatur pertumbuhan *endogen* penulis mengasumsikan bahwa *output* dihasilkan dengan menggunakan baik *input* swasta maupun pemerintah.

$$Y_t = \beta_0 [K_t^p]^\rho L_t^{1-\rho} [K_t^g]^\nu \tag{3}$$

dimana Y_t adalah output total, K_t^p dan K_t^g adalah modal yang dimiliki oleh sektor swasta dan pemerintah, dan L_t adalah penawaran tenaga kerja, yang mana dianggap eksogen dan sama dengan jumlah penduduk. Fungsi produksi yang digunakan adalah Cobb Douglass, dengan *constan return to scale* pada modal swasta dan tenaga kerja, dan menunjukkan *increasing return* ketika modal pemerintah dipertimbangkan (yaitu *i.e., $\nu > 0$*)²

$$K_{t+1}^p = I_t^p - \delta^p (I_t^p, K_t^p) + (1 - \delta^p) K_t^p \tag{4}$$

$$K_{t+1}^g = I_t^g - \delta^g (I_t^g, K_t^g) + (1 - \delta^g) K_t^g \tag{5}$$

dimana I_t^p dan I_t^g adalah investasi pemerintah dan swasta, δ^p dan δ^g adalah tingkat depresiasi yang diterapkan bagi modal pemerintah dan swasta, $\psi^p(I_t^p, K_t^p)$ adalah biaya penyesuaian pada investasi swasta dan $\psi^g(I_t^g, K_t^g)$ adalah biaya penyesuaian pada investasi pemerintah. Modal fisik secara internasional tidak *mobile*. Diasumsikan bahwa stok fisik, baik modal pemerintah maupun swasta, tidak dapat menyesuaikan dengan seketika dan murah ke arah level optimalnya. Fungsi biaya penyesuaian diasumsikan positif, meningkat secara monoton, serta *stricly convex* pada investasi. Secara khusus, fungsi ini diasumsikan kuadratik pada investasi per unit modal yang dipasang dan dapat ditulis sebagai berikut :

$$\psi^p(I^p, K^p) = \frac{1}{2} \mu^p (I^p)^2 / K^p \quad (6)$$

$$\psi^s(I^s, K^s) = \frac{1}{2} \mu^s (I^s)^2 / K^s \quad (7)$$

dimana μ^p dan μ^s merupakan parameter biaya penyesuaian spesifik dari investasi yang berhubungan dengan akumulasi modal swasta dan pemerintah

Tanpa kehilangan generalitas, penulis mengasumsikan bahwa pengeluaran pemerintah dibiayai dengan meningkatkan pajak :

$$L_t c_t^s + I_t^s = \tau Y_t \quad (8)$$

dimana τ tingkat pajak pendapatan rata-rata.

Untuk mendapatkan solusi optimal penulis harus memfokuskan *intertemporal budget constraint* (kendala anggaran) dalam ekonomi. Karena penulis ingin menguji pengaruh krisis hutang pada pertumbuhan, konsumsi, dan investasi di negara debitur, maka disimulasikan model dengan dua asumsi yang berbeda. (a) Negara debitur memiliki akses sempurna terhadap hutang dan pinjaman luar negeri (b) negara debitur dipaksa untuk memiliki surplus perdagangan untuk menopang hutang tersebut.

Jika negara telah secara lengkap mengakses pinjaman dan hutang luar negeri, maka *budget constraint* menjadi :

$$D_{t+1} = (1+r_t) D_t + L_t c_t + I_t - Y_t \quad (9)$$

dimana D_t adalah *foreign debt*, r_t merupakan tingkat bunga riil pinjaman luar negeri, c_t konsumsi total per-kapita $c_t = c_t^p + c_t^s$ dan I_t investasi total $I_t = I_t^p + I_t^s$. *Intertemporal Budget Constraint* (IBC) dalam (9) mencerminkan retriksi anggaran negara-negara debitur sebelum terjadi krisis hutang³.

Pada akhir krisis hutang tahun 1982, manajemen krisis hutang menunjukkan bahwa tidak ada *debt relief* yang dinegosiasikan dan negara-negara debitur terhenti aksesnya terhadap pasar modal dunia (hal ini berlawanan dengan pengalaman sejarah). Negosiasi kembali sesudah tahun 1982 bahkan menunjukkan bahwa negara-negara debitur harus membayara hutangnya sesuai dengan aturan. Hal ini dilakukan mungkin karena ketakutan akan retaliasi oleh bank-bank komersial, khususnya dalam bentuk pemotongan kredit perdagnagan. Tawar menawar antara kreditur dan debitur yang dihasilkan di negara-negara debitur mengharuskan surplus perdagangan untuk membayar hutang-hutangnya. Dalam kasus ini, *budget constraint* yang relevan terhadap ekonomi dapat ditulis sebagai berikut :

$$(1-\lambda) Y_t = L_t c_t + I_t \quad (10)$$

dimana λ mencerminkan transfer sumber daya keluar sebagai fraksi dari output domestik Y_p .

Implementasi secara Numerik terhadap Argentina dan Meksiko

Aplikasi model di atas terhadap Argentina dan Meksiko membutuhkan diskripsi lengkap dari perekonomian negara ini dengan suatu tahun dasar, seperti seperangkat parameter struktural pada preferensi, teknologi produksi dan biaya instalasi investasi (secara rinci lihat tabel 1)

Penulis memilih 1980 sebagai tahun dasar. Pada tabel 1, nilai output dan komponen permintaan agregat yang berbeda, seperti hutang luar negeri dan angkatan kerja, berhubungan dengan nilai yang diamati tahun 1980 (*World Development Report* 1988). Stok modal swasta diperoleh dengan mengasumsikan *capital output ratio* 3,7 (lihat Blanchard 1983, Arrau (1990), Borrenstein (1990). Stok modal pemerintah diperoleh dengan mengasumsikan *private-public capital ratio* 1,65.

Tabel 1
Data dan Parameter yang digunakan dalam Simulasi

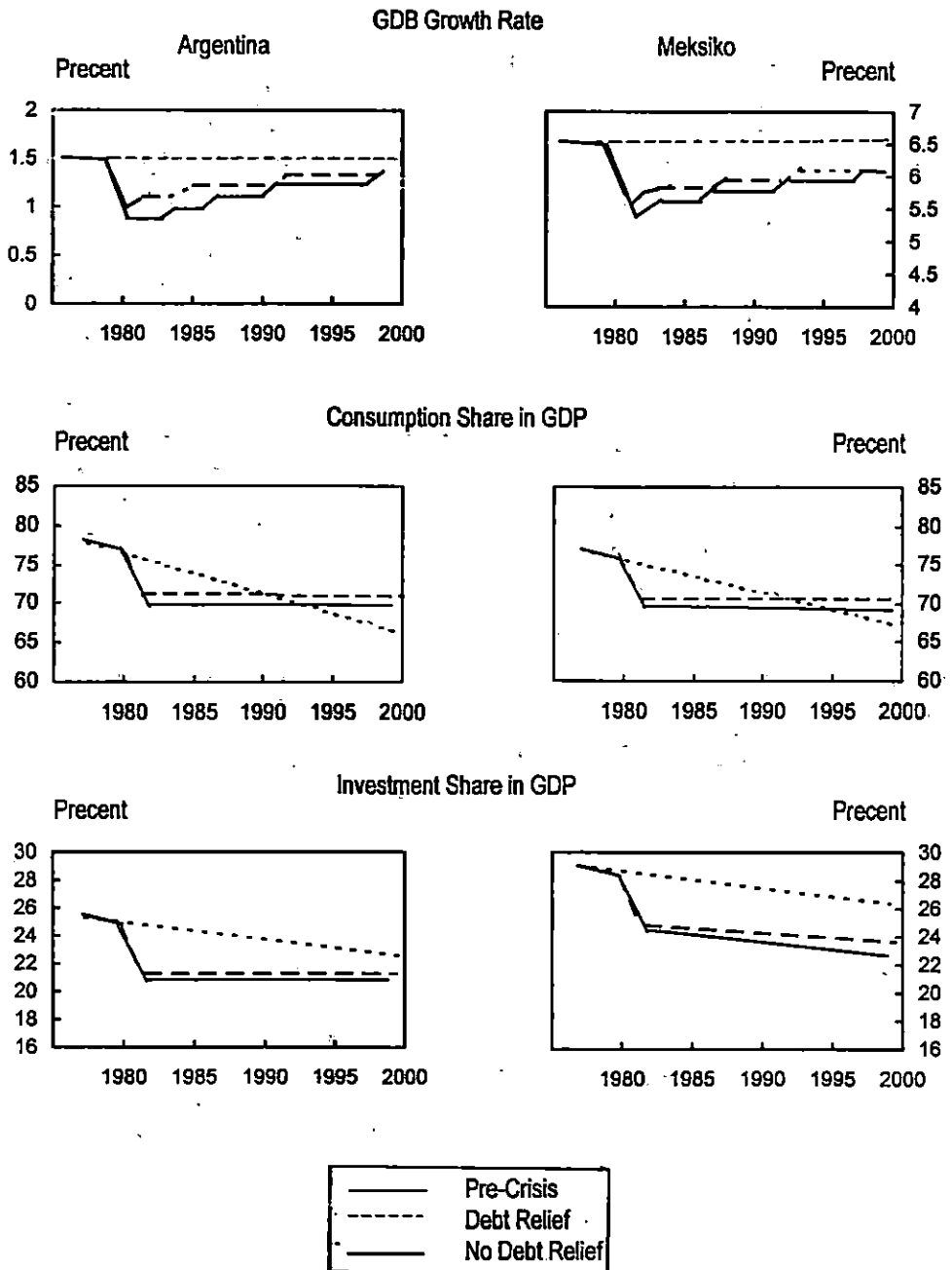
	Argentina	Meksiko
Data in the base year (1980) (in billions of 1980 US dollars)		
Private capital stock	196.420	569.279
Public capital stock	120.282	348.610
Foreign debt	27.157	57.450
Labor force (million workers)	12.200	26.400
Gross domestic product	52.188	162.651
Private consumption	37.039	111.009
Publik consumption	5.556	14.899
Private investment	12.515	45.290
Public investment	1.852	8.162
Current account deficit	4.747	11.093
<i>Structural parameters</i>		
Discount factor	0.950	0.950
Population growth rate	0.015	0.030
Share of private consumption	0.870	0.882
Intert. elasticity of substitution	1.000	1.000
<i>LY</i>	0.210	0.240
Public capital externality	0.100	0.100
Depreciation rate of private capital	0.050	0.050
Depreciation rate of public capital	0.010	0.010
Adjustment costs of private investment	0.100	0.100
Adjustment costs of public investment	0.100	0.100
tax rate	0.135	0.150
Interest rate on foreign loans	0.060	0.060

Tabel 1 juga menunjukkan parameter struktural untuk Argentina dan Meksiko. *Discount factor* lebih rendah daripada tingkat bunga. Tingkat pertumbuhan penduduk, porsi tenaga kerja dalam *output* total dan tingkat pajak yang efektif juga diperoleh dari *World Development Report* (WDR) 1988. Elastisitas substitusi intertemporal (secara arbitrer) dianggap nol. Depresiasi dan parameter biaya penyesuaian sama dengan nilai yang digunakan pada literatur (lihat kembali Blanchard 1983, Arrau

(1990), Borrenstein (1990). Lebih khusus, biaya penyesuaian diasumsikan sebesar 10 % dari investasi. Parameter eksternalitas (secara arbitrer) sebesar 0,10.

Dalam semua skenario simulasi yang dibicarakan di bawah ini menggunakan horison waktu sepuluh tahun. Analisis sensitifitas ekstensif ditunjukkan oleh parameter kunci pada model. Dalam terminologi kekuatan diskriptif hasil simulasi, parameter kuncinya adalah *discount rate subjective*, faktor eksternalitas modal swasta,

Gambar 1
Respon Optimal terhadap Krisis Hutang



dan parameter biaya penyesuaian. Dengan kata lain, *discount rate subjective* kebanyakan mempengaruhi tingkat hasrat menghutang, eksternalitas swasta terutama mempengaruhi tingkat jenis-jenis yang berbeda dari investasi. Nilai dari parameter-parameter ini dipilih untuk mereplikasi pola pertumbuhan dan pengeluaran Argentina dan Meksiko selama periode 1975-81, *status quo* pra-krisis. Jadi, deviasi dari nilai-nilai parameter utama ini mengubah *trajectory* perekonomian.

Pada skenario pra-krisis penulis mengasumsikan bahwa negara memiliki akses yang sempurna terhadap pasar modal pada tingkat bunga 6 %, tingkat yang terjadi selama bertahun-tahun menghasilkan kehancuran pinjaman luar negeri tahun 1982⁴.

Hasil dari simulasi ini disajikan dalam gambar 1. Pertumbuhan *output* tahunan Argentina sebelum krisis yaitu 1,5 %, porsi investasi total (swasta dan pemerintah) pada *output* berkisar 25 %, dan porsi konsumsi total (swasta dan pemerintah) berkisar 77 %. Dengan skenario pra krisis maka tingkat pertumbuhan Meksiko yaitu 6,5 %, rata-rata porsi investasi total 29 %, dan rata-rata konsumsi total mencapai 77 %. Hasil ini mereplikasi konsumsi, investasi, dan pola pertumbuhan dua negara ini pada akhir 1970an dan awal 1980an.

Sesudah 1982, negara-negara debitur melanjutkan pembayaran hutang luar negerinya. Dalam hal ini Argentina harus merubah defisit perdagangannya dari rata-rata 3 % (terhadap *output*) menjadi surplus rata-rata 5 % selama 1982. Meksiko juga harus merubah defisit perdagangannya dari 2,9 % (sebelum krisis) menjadi surplus 4,7 %. Karena para pendukung *debt overhang hypothesis* mengklaim bahwa *debt relief* akan mendorong investasi dan pertumbuhan maka penulis mempertimbangkan skenario post krisis yang berbeda. Salah satu skenario mencakup kasus "*no debt relief*". Dalam skenario ini diasumsikan bahwa kedua negara harus mencapai surplus perdagangan sebesar 5 % dari *output* (didasarkan pada

transfer keluar yang terjadi pada periode post 1982). Skenario lainnya mencakup kasus "*debt relief*". *Debt relief* ini berbentuk suatu reduksi dalam transfer keluar kepada negara kreditur. Penulis mengasumsikan bahwa *debt relief* mengharuskan adanya surplus perdagangan sebesar 3 %. Hasil hasil simulasi ini juga disajikan dalam gambar 1.

Yang menarik, hasil simulasi untuk skenario "*no debt relief*" tidak mereplikasi pengalaman Argentina dan Meksiko pada tahun 1980an. Simulasi ini menunjukkan bahwa krisis hutang hanya akan membawa Argentina kepada penurunan pertumbuhan *output* dari 1,5 % menjadi sekitar 0,8 %, diikuti dengan suatu pemulihan yang progresif. Hal ini berbeda tajam dengan penurunan *output* aktual (tingkat pertumbuhan *output* rata-rata selama 1982-89 adalah -0,4 % per tahun). Lebih jauh, investasi tidak hancur sebagaimana yang terjadi di Argentina sesudah 1982. Porsi investasi total hanya berkurang dari 25 % menjadi 21 %, berlawanan dengan penurunan rata-rata aktual yang berkisar 9 %. Pertumbuhan Meksiko dengan segera turun dari 6,5 % menjadi 5,6 %, sementara porsi investasi total hanya menurun 3 %. Baik pertumbuhan *output* maupun investasi segera pulih sesudah gejolak awal. Hasil model ternyata jauh dari perilaku stagnasi lengkap yang diamati selama 1980an dan penurunan porsi investasi yang berkisar 6 %. Dalam model ini beban pembayaran hutang sangat mempengaruhi konsumsi. Porsi konsumsi di Argentina dengan segera turun dari 77 % menjadi 72 % dan kemudian tetap di sekitar angka ini. Hal ini menunjukkan suatu penurunan konsumsi perkapita lebih dari 7 %. Porsi konsumsi di Meksiko turun dari 78 menjadi 70 %, sedangkan konsumsi perkapita turun 12 %. Porsi konsumsi aktual Argentina meningkat kurang lebih 4 % dan dan Meksiko meningkat 3 % pada periode post 1982.

Hasil simulasi ini secara kualitatif mereplikasi apa yang telah dihasilkan oleh Arrau (1990) dan Borrenstein (1990). Respon optimal

terhadap krisis hutang hanya moderat dan *short lived slowdown* dalam investasi dan pertumbuhan di negara-negara debitur. Konsumsi menimbulkan beban penyesuaian. Hasil ini konsisten dengan apa yang terjadi pada pengalaman negara-negara debitur Asia Timur tahun 1930an dan post 1982, tetapi gagal dalam menjelaskan kedalaman dan kelanjutan kehancuran ekonomi di Amerika Latin tahun 1980an.

Hasil simulasi di atas jelas menyarankan bahwa *debt relief* bukan merupakan kunci untuk membangkitkan kembali pertumbuhan dan investasi. Sesungguhnya, skenario "*debt relief*" mengindikasikan bahwa pertumbuhan output dan porsi investasi di Argentina dan Meksiko hanya akan meningkat secara Argentina.⁵

KETIMPANGAN PENDAPATAN, INSTABILITAS POLITIK DAN REGIDITAS KONSUMSI

Model pertumbuhan neoklasik menunjukkan bahwa respon optimal negara-negara debitur terhadap krisis hutang merupakan reduksi yang tajam dalam porsi konsumsi sehingga memungkinkan pembayaran hutang. Sebaliknya, porsi investasi pada output secara esensial tetap konstan.

Perilaku konsumsi dan investasi di Argentina dan Meksiko selama episode ini tidak

akan berbeda jauh dengan pola optimal ini. Defisit fiskal Argentina, sebagai contoh, melonjak 15 % dari GDP selama periode 1980-1984 dan mencapai 24 % pada tahun 1985, sedangkan pengeluaran pemerintah menurunkan Investasi swasta, yang bangkrut dari rata-rata 22 % dari GDP pada tahun 1970 menjadi kira-kira 13 % sesudah krisis hutang. Argentina memulai beberapa usaha stabilisasi, seperti Australia Plan pada Juni 1985, tetapi semua usaha ini berumur pendek. Meksiko juga lebih banyak melanjutkan implementasi piranti fiskal yang menambah defisit daripada mengekang pengeluaran pemerintah. Sesudah krisis hutang, pemerintah mengumumkan bahwa negara akan menyerap 42 % kerugian modal yang disebabkan oleh nilai tukar. Selain itu, suatu skema darurat (termasuk kepercayaan fiskal dan subsidi semu), disusun untuk mendukung "persahaan-persahaan produktif". Peringan pajak sebesar 15 % (dari gaji) di hadiahkan kepada perusahaan yang dapat memperbaiki tingkat *empolyment*-nya⁶. Perilaku fiskal ekspansif yang banyak muncul di Amerika Latin pada akhir krisis hutang telah mendorong investasi swasta. Contohnya, sesudah krisis hutang tahun 1982 porsi konsumsi swasta pada *output* (swasta ditambah pemerintah) meningkat 5 % (tabel 2).

Tabel 2
Pola Konsumsi di Negara-negara Debitur

Region	Sample	Private consumption share in GDP		Total consumption share in GDP	
		Mean	Standard error of the mean	Mean	Standard error of the mean
Latin America	1968 - 1988	0.718	0.0038	0.852	0.0038
	1968 - 1981	0.709	0.0047	0.834	0.0043
	1982 - 1988	0.738	0.0061	0.888	0.0067
East Asia	1968 - 1988	0.646	0.0061	0.778	0.0064
	1968 - 1981	0.653	0.0070	0.785	0.0073
	1982 - 1988	0.632	0.0115	0.766	0.0123

Sumber : *World Bank Data Bank*.

Sebaliknya, investasi tidak bangkrut di negara-negara debitur Asia Timur. Di negara-negara ini (tabel 2) porsi konsumsi turun secara proporsional terhadap peningkatan transfer eksternal. Berlawanan dengan pengalaman Amerika Latin, maka penurunan pengeluaran yang tajam ini disebabkan oleh piranti fiskal *draconian* bersamaan dengan devaluasi mata uang domestik dan kebijakan moneter ketat.

Terdapat perbedaan lain yang lebar di antara pengalaman Amerika Latin dan Asia Timur. Pada umumnya Amerika Latin tergelincir dalam konflik-konflik politik tajam yang didorong oleh ketimpangan pendapatan yang ekstrim, sementara distribusi pendapatan negara-negara Amerika Timur lebih merata dan instabilitas politik juga kurang intens. Sebagaimana telah dicatat oleh Sach (1989b), diantara faktor-faktor lain, instabilitas sosial dan politik mungkin merupakan penyebab utama ketidakmampuan negara-negara Amerika Latin untuk mengimplementasikan piranti kontraksi ketika krisis hutang pecah. Sementara itu, pemerintah di Amerika Latin terlalu lemah untuk menahan permintaan-permintaan kelompok sosial yang memiliki mobilitas tinggi. Setiap fleksibilitas Asia untuk menyesuaikan *bad shocks* nampaknya bertalian dengan stabilitas sosial yang berakar dari pemerataan pendapatan yang lebih baik.

Beberapa bukti pendukung hipotesis ini disajikan dalam tabel 3. Tabel ini menyajikan indikator-indikator yang mengukur keresahan sosial, antara lain : jumlah perubahan konstitusi, krisis pemerintah, kudeta, kerusuhan, dan pemogokan. Semua variabel ini dinyatakan sebagai rata-rata nilai tahunan selama periode sampel 1960-88. Definisi variabel secara detail disampaikan dalam Apendik A. Tabel 3 juga menyajikan indeks instabilitas sosial politik yang umum (penjumlahan dari indikator di atas) *General index* ini menyoroti fakta bahwa tingkat kekerasan yang paling besar terjadi di Amerika Latin, dalam hal ini untuk Argentina nilainya 524. Menariknya, Argentina memulai beberapa program stabilisasi selama tahun 1980-an yang se-

muanya hancur dalam tahun itu juga, sehingga mencerminkan adanya kemacetan politik. Akai tetapi, indikator ini mungkin tidak cukup akurat dalam mencerminkan instabilitas politik yang membawa kemacetan politik yang terus menerus. Sachs (1989b) melaporkan bahwa di beberapa negara instabilitas politik tercermin dalam perubahan pemerintahan yang cepat, tetapi di beberapa yang lain mungkin tercermin dengan adanya pemerintahan tunggal. Jumlah pemogokan mungkin tidak mencerminkan tingkat instabilitas suatu pemerintahan. Oleh karena itu harus diketahui pula pengaruh-pengaruh pemogokan dan jumlah pekerja yang ikut dalam pemogokan untuk mengukur instabilitas ini.

Berdasarkan penjelasan di atas maka penulis ingin menguji secara langsung pengaruh ketimpangan ekonomi terhadap kemampuan pemerintah dalam mengimplementasikan program yang tegas. Data distribusi pendapatan sebagian besar negara tidak tersedia dalam basis reguler. Oleh karenanya, penulis mencoba melihat ketimpangan ekonomi yang dapat menyebabkan kemacetan politik dengan menggunakan variabel-variabel berikut : *prim* yaitu proporsi siswa sekolah dasar terhadap anak usia 6-11 tahun, *secon* yaitu proporsi siswa SLTP terhadap anak usia 12-17 tahun, *mort* yaitu tingkat kematian bayi, dan *life* yaitu tingkat harapan hidup. *Variable dependent* pada regresi yaitu porsi konsumsi pada output (CS). Diharapkan porsi konsumsi ini berkorelasi positif dengan tingkat kematian bayi, sebab variabel ini mencerminkan kelemahan akses orang miskin terhadap kesehatan, karenanya juga merupakan salah satu pertanda ketimpangan ekonomi. Sebaliknya, CS diharapkan berkorelasi negatif dengan variabel penjelas lainnya, sebab pendidikan yang lebih baik dan tingkat harapan hidup yang lebih lama mencerminkan pemerataan ekonomi yang lebih besar. Dalam regresi ini juga dimasukkan tingkat pertumbuhan, *growth*, untuk menguji apakah kondisi awal yang lebih baik dapat membantu membangun konsensus sosial seputar politik (yang akan mendorong

pembangunan dalam jangka panjang). Regresi menggunakan data rata-rata tahunan lima tahun dihitung berdasarkan data 33 negara (tabel 3), tahun selama periode 1968-88.

Tabel 3
Indikator Instabilitas Sosial dan Politik

Country	Constitutional changes	Crises	Coups	Riots	Strikes	Index of instability
Argentina	0.12	1.12	0.92	1.54	1.54	5.24
Bolivia	0.22	0.96	1.15	0.88	0.96	4.17
Korea	0.22	0.38	0.40	2.12	0.00	3.12
Chile	0.04	0.42	0.19	1.58	0.42	2.65
Peru	0.09	0.46	0.28	0.65	0.62	2.10
Dominican Rep	0.09	0.19	0.36	1.12	0.19	1.95
Ecuador	0.22	0.23	0.57	0.50	0.27	1.79
Brazil	0.13	0.42	0.12	0.85	0.23	1.75
Guatemala	0.13	0.46	0.47	0.50	0.15	1.71
Philippines	0.09	0.08	0.46	1.00	0.00	1.63
Colombia	0.04	0.46	0.04	0.81	0.27	1.62
Uruguay	0.09	0.46	0.00	0.69	0.27	1.51
Mexico	0.00	0.04	0.00	1.35	0.08	1.47
Thailand	0.30	0.42	0.48	0.19	0.08	1.47
Sri Lanka	0.09	0.15	0.08	1.04	0.08	1.44
El Salvador	0.13	0.08	0.59	0.38	0.19	1.37
Indonesia	0.13	-	0.27	0.73	0.00	1.13
Venezuela	0.04	-	0.31	0.73	0.00	1.08
Panama	0.13	0.15	0.16	0.46	0.12	1.02
Nicaragua	0.09	0.12	0.23	0.35	0.15	0.94
Malaysia	0.04	0.15	0.04	0.54	0.00	0.77
Honduras	0.17	-	0.32	0.11	0.00	0.61
Jamaica	0.04	-	0.00	0.42	0.05	0.51
Haiti	0.09	-	0.15	0.27	0.00	0.51
Guyana	0.24	0.11	0.00	0.05	0.05	0.45
Trinidad and Tobago	0.10	-	0.05	0.10	0.05	0.31
Paraguay	0.00	0.00	0.08	0.08	0.00	0.28
Papua New Guinea	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.12
Singapore	0.06	0.00	0.00	0.05	0.00	0.11
Fiji	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08
Barbados	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06
Hong Kong	0.00	-	-	-	-	0.00

Catatan : Variabel-variabel dinyatakan sebagai rata-rata nilai tahunan selama periode 1960-1988. Indeks instabilitas merupakan jumlah indeks-indeks particular. Sumber : lihat Apendik A.

Tabel 4
Hasil Perhitungan Regresi

Dependent variable	Growth	Prim	Secon	Mort	Life	R ²
Private consumption share in GDP	-0.49 (-2.68)	-0.0005 (1.10)	0.00009 (0.67)	0.003 (4.93)	0.009 (3.15)	0.22
Total Consumption Share in GDP	-0.80 (-4.20)	-0.001 (-2.25)	0.00 (0.12)	0.002 (2.90)	0.007 (2.13)	0.20

Keterangan:

Setiap persamaan dikerjakan dengan data 33 negara, seperti pada tabel 3, menggunakan rata-rata lima tahunan selama 1968 - 1988, *t* test ditulis dalam kurung. Untuk keterangan variabel lihat Appendix A

$$CS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 growth_{i,t} + \alpha_2 prim_{i,t} + \alpha_3 secon_{i,t} + \alpha_4 mort_{i,t} + \alpha_5 life_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

Hasil keseluruhan untuk estimasi porsi konsumsi swasta dan total (swasta dan pemerintah) disampaikan dalam tabel 4, mendukung hipotesis bahwa ketimpangan dapat menghalangi penerapan program-program stabilisasi. Sebagai contoh, karena tingkat kematian bayi meningkat maka porsi konsumsi juga akan meningkat. Sebaliknya, variabel-variabel yang mencerminkan tingkat melek huruf suatu negara dan tingkat pertumbuhan pada dekade yang diteliti memberikan kontribusi terhadap reduksi porsi konsumsi. Pada semua kasus variabel-variabel signifikan secara statistik. Yang mengejutkan, tingkat harapan hidup memiliki pengaruh negatif terhadap porsi konsumsi.

Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian-penelitian lain dalam bidang yang sama. Rigiditas penurunan konsumsi di Amerika Latin pada dekade ini (dikarenakan karena penyelesaian populis terhadap konflik sosial), telah terdokumentasi dengan baik dalam literatur-literatur (lihat misalnya Sachs 1989b). Khusus untuk Argentina, Dornbusch dan De Pablo (1990) berargumentasi bahwa selama tahun 1970an pengeluaran pemerintah meningkat secara substansial dikarenakan tujuan redistribusi guna menghilangkan kekerasan sosial. Pemerintah mengabaikan upaya reformasi fiskal yang sebenarnya akan mengurangi ketidakseimbangan

anggaran, karena ditekan oleh elit ekonomi. Sebelum 1982 defisit anggaran dibiayai dengan pinjaman luar negeri, namun sesudah krisis hutang terjadi pinjaman luar negeri diikuti oleh kehancuran investasi. Pemerintah juga banyak menerapkan kebijakan-kebijakan redistribusi pendapatan secara langsung, misalnya meningkatkan tingkat upah secara substansial. Sebagai contoh, pada saat tahun-tahun krusial krisis hutang (1982-1984) upah riil di Argentina meningkat 50 % dan konsumsi swasta juga meningkat.

Alesiana dan Perroti (1993) telah membahas kaitan antara ketimpangan, instabilitas sosial dengan pertumbuhan. Mereka berargumentasi bahwa ketimpangan pendapatan akan meningkatkan ketidakpuasan dan keresahan sosial melalui peningkatan kemungkinan kudeta, revolusi, dan kekerasan massa. Singkatnya, keresahan sosial ini meningkat karena kebijakan menjadi tak menentu dan hak milik menjadi terhambat. Hal ini memiliki pengaruh negatif terhadap investasi, dan konsekuensinya, mereduksi pertumbuhan.

Cuckierman, dkk (1989) serta Roubini dan Sachs (1989) telah menguji faktor-faktor seperti instabilitas politik dan keresahan sosial dalam menentukan kebijakan moneter dan fiskal. Cuckierman, dkk (1989) berkesimpulan bahwa

instabilitas politik menyebabkan terjadinya reduksi penerimaan dari pajak-pajak konvensional dan membiarkan pemerintah dengan pajak inflasi sebagai sumber pembiayaan terpenting. Di sisi lain Roubinidan Sachs (1989) menguji negara-negara Eropa dan berkesimpulan bahwa pengurangan defisit fiskal (yang sedikit) pasca 1973 disebabkan oleh kesulitan-kesulitan manajemen politik dalam pemerintahan koalisi.

Saat ini banyak peneliti yang telah menguji hubungan antara stabilitas politik, krisis hutang dan pertumbuhan. Sachs (1989b) menguji pengaruh distribusi pendapatan, dan kemudian potensi-potensi keresahan sosial, terhadap usaha-usaha penyesuaian sebagian besar negara debitur. Ia berkesimpulan bahwa pertumbuhan tidak akan hancur setelah krisis hutang terjadi bersamaan dengan ketimpangan pendapatan yang semakin kecil. Hasil ini diperkuat oleh Berg dan Sachs (1987) yang menguji kaitan positif antara ketimpangan pendapatan dengan krisis hutang. De Gregorio (1991) meneliti determinan pertumbuhan dua belas negara Amerika Latin pada tahun 1980an dan berkesimpulan bahwa stabilitas makroekonomi memegang peranan krusial dalam pertumbuhan, dan pertumbuhan berkorelasi negatif dengan instabilitas politik.

RESPON TERHADAP KRISIS HUTANG YANG LAYAK SECARA POLITIK

Bukti-bukti dalam literatur dan pembahasan di atas menunjukkan bahwa di beberapa negara respon optimal terhadap krisis hutang mungkin tidak layak secara politik (*politically feasible*). Pertanyaannya adalah apakah rigiditas yang menurun dalam konsumsi dapat menjelaskan terjadinya penurunan pertumbuhan yang berlarut-larut sebagaimana diamati di negara-negara Amerika Latin.

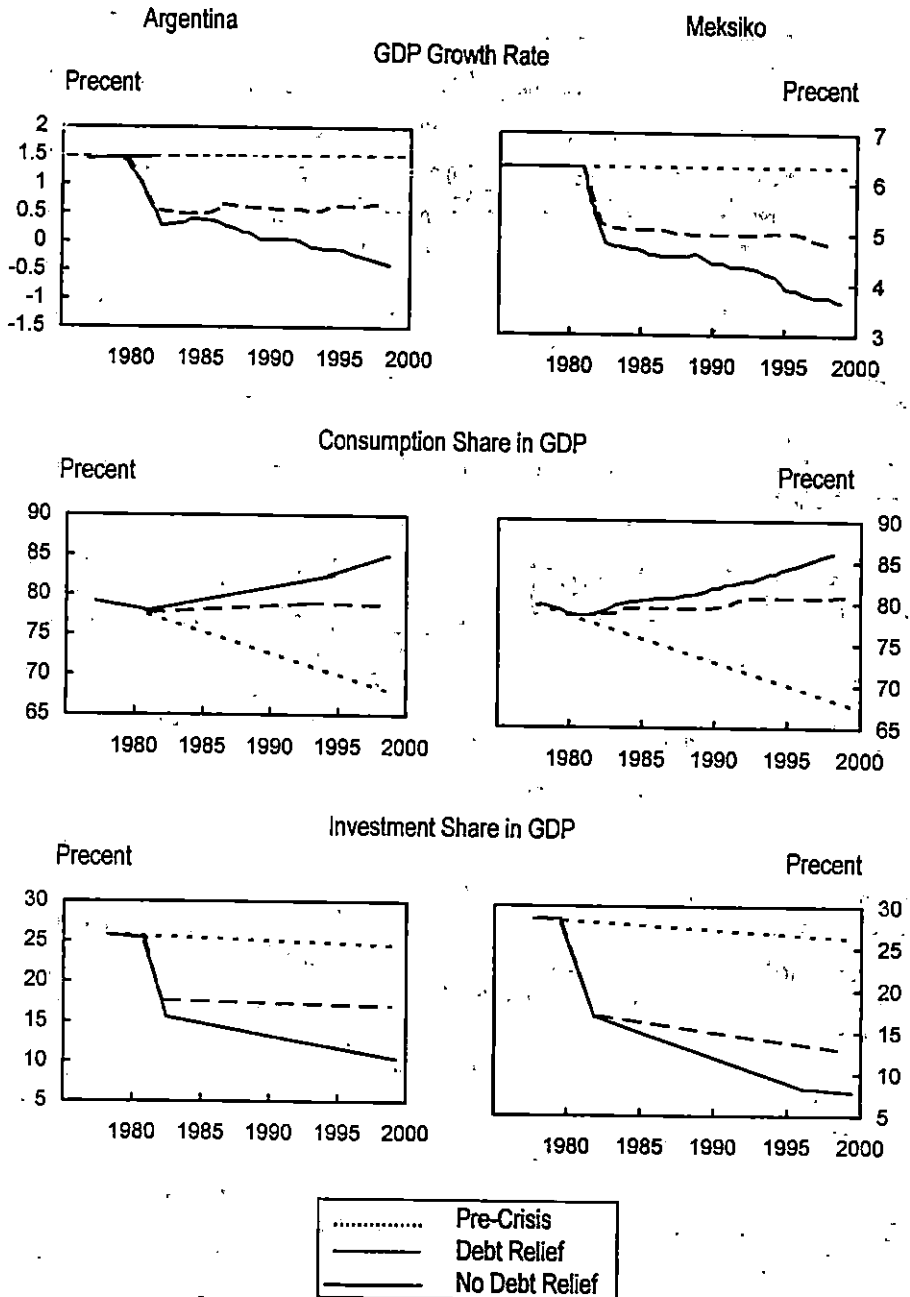
Untuk menjawab pertanyaan ini penulis mensimulasi skenario *post crisis* pada bagian 3 dengan constraint tambahan bahwa konsumsi per kapita tidak dapat di bawah tingkat tertentu yang ditentukan oleh kepentingan politik eksogen. Penulis mengasumsikan bahwa konsumsi

per kapita total dikurangi menjadi tidak lebih rendah daripada tingkat yang terjadi pada pra krisis, yang mencerminkan pola konsumsi akhir 1970an.

Pola dua perekonomian pada skenario *post crisis* yang layak secara politik serta *trajectory* pra krisis yang optimal disajikan pada gambar 2. Yang menarik, *paths equilibrium intertemporal* pada jalur yang layak secara politik berbeda nyata dengan *paths equilibrium* di bawah asumsi maksimasi ketat. Sebagai contoh, dalam skenario *post crisis* Argentina, skenario *no debt relief* menunjukkan bahwa investasi total sebagai porsi dari GDP turun mendadak dari 25,2 % menjadi 16,7 % saat krisis hutang terjadi tahun 1982 dan tidak dapat pulih seperti pada tingkat pra krisis dalam jangka menengah. Pola ini mereplikasi pola aktual investasi di Argentina pada permulaan krisis hutang, porsi investasi menurun kurang lebih 9 % pada tahun 1982-1989 dibandingkan tahun 1970an. Kendala konsumsi *turn out to be binding* dalam jangka menengah-panjang (30 tahun ke depan) pada *post crisis* (skenario *no debt relief*). Pertumbuhan hancur pada tahun 1982 dan terus menurun sesudah itu. Tingkat pertumbuhan turun Asia Timur menjadi 0,3 % pada akhir masa krisis, sementara sebelum krisis rata-rata 1,5 % per tahun. Pertumbuhan hanya pulih sesudah kendala konsumsi dilonggarkan.

Penulis menemukan hasil yang mirip dengan Meksiko. Pada skenario *no debt relief* pertumbuhan turun dengan segera menjadi 4,7 % sesudah krisis hutang terjadi dan terus menurun sesudah itu, sementara porsi investasi anjlok menjadi 15 % dan menurun secara perlahan sesudah mencapai 11 % tahun 1989. Di sisi lain, porsi konsumsi meningkat menjadi 82 % pada tahun 1989. Hasil simulasi ini (tidak seperti pada *optimizing model*) sangat dekat dengan data aktual Argentina dan Meksiko pada tahun 1980an. Beban hutang memiliki dampak yang melumpuhkan terhadap ekonomi jika kendala politik (yang akan menyebabkan tingkat konsumsi tinggi) dipertimbangkan.

Gambar 2
Respon terhadap Krisis Hutang yang Layak secara Politik



Tabel 5
Biaya-biaya respon terhadap krisis hutang yang layak secara politik

Scenario	Debtors ^a		Debtors ^b	
	Argentina	Mexico	Argentina	Mexico
Debt-relief	0.16	0.13	2.3	5.7
No-debt-relief	0.55	0.28	6.7	13.4

^a Kerugian dollar sebagai persentase dari *present discounted value of output*

^b Kerugian dollar sebagai persentase dari hutang luar negeri pada 1981

Kehancuran *output* di Amerika Latin nampaknya menunjukkan suatu biaya yang terukur (*sizable cost*) bagi negara-negara debitur untuk melanjutkan kebijakan-kebijakan pengeluaran suboptimal ini, kerugian kesejahteraan (*welfare losses*) relatif kecil. Kerugian ini dapat disajikan sebagai berikut :

$$L^d = \frac{\sum_{t=0}^T \rho^t [(U_t^* - U_t^*) / MU_t^*]}{\sum_{t=0}^T [1 / (1+r)]^t Y_t^*} \quad (12)$$

dimana U_t^* adalah *utility* dalam *politically feasible trajectory*, U_t^* dan MU_t^* adalah tingkat utilitas dan utilitas marginal yang berhubungan *intertemporal optimizing trajectory*, r adalah tingkat bunga riil pinjaman luar negeri saat pra krisis, dan Y_t^* adalah output domestik pada *trajectory*. Indikator L^d merupakan kerugian dollar rata-rata sebagai fraksi dari *present discounted value output* domestik pada *intertemporal optimizing trajectory*. Peningkatan konsumsi saat ini Asia Timur akan diimbangi oleh pengurangan konsumsi di masa depan, sehingga L^d merupakan biaya misalokasi intertemporal.

REFLEKSI KESIMPULAN

Tahun 1980an merupakan *terrible times* (kondisi ekonomi yang buruk) bagi sebagian besar negara Amerika Latin. Hancurnya pertum-

bahan, meluasnya kemiskinan, dan semakin lebarnya kelimpangan pendapatan merupakan fakta umum selama dekade tersebut. Sebaliknya, tahun 1990an merupakan *excellent times* (kondisi ekonomi yang cerah). Sebagian besar negara ini telah merundingkan kembali hutang luar negerinya, dimana Brazil menjadi negara terakhir yang melakukan hal ini. Modal telah mengalir ke negara-negara ini, sebagaimana yang terjadi saat *bonanza* modal pada akhir 1970an. Prospek pertumbuhan menjadi lebih baik tidak saja karena pembaharuan pinjaman, tetapi karena reformasi yang diimplementasikan di sejumlah besar negara.

Namun demikian, beberapa resiko akan muncul di masa mendatang. Kebijakan moneter kontraksi di beberapa negara pusat dapat memacetkan pasar modal. Pengetatan kebijakan moneter di AS selama paruh pertama 1994 telah meningkatkan *capital outflow* dari negara berkembang dan menurunkan harga pasar saham, bahkan kadang-kadang mencapai 25 %. Kemacetan pasar modal pada tahun 1982 memang tidak sampai menyebabkan kehancuran negara-negara Asia Timur, bahkan negara-negara ini mampu menyesuaikan terhadap *external shock* dengan sukses. Pertanyaannya adalah apakah negara-negara Amerika Latin dapat terus tumbuh, bahkan dengan suatu pembalikan arus modal aktual?. Pengalaman selama tiga tahun terakhir menunjukkan bahwa jawaban dari pertanyaan ini tidak pasti. Pada sisi positif, sebagian besar negara Amerika Latin telah mengim-

plementasikan reformasi fiskal, membatasi subsidi, swastanisasi perusahaan negara dan memperbaiki lingkungan bagi aktifitas sektor swasta. Kebijakan perdagangan yang berorientasi keluar, misalnya mengurangi kendala perdagangan, penghapusan disinsentif untuk ekspor dan implementasi konvertibilitas mata uang, serta reformasi pasar uang telah meningkatkan efisiensi penggunaan sumber daya. Perubahan-perubahan ini jika dilakukan secara permanen akan membuat atmosfir bisnis menjadi lebih atraktif.

Pada sisi negatif, *capital inflow* di Amerika Latin telah membiayai *boom* konsumsi secara esensial, sementara di negara-negara Asia Timur *capital inflow* telah menambah tabungan domestik dalam membiayai investasi. Di negara-negara Asia Timur porsi investasi terhadap GDP meningkat dari 24 % (1984-88) menjadi 28,1 % (1990-92), sementara di negara-negara Amerika Latin menurun dari 16,9 % (1984-89) menjadi 16,8 % (1990-92). Kenyataan ini menunjukkan bahwa beberapa negara ini mungkin menghadapi kesulitan-kesulitan, jika pembalikan arus modal terjadi.

Sebenarnya, telah ada tanda-tanda di pasar yang menunjukkan bahwa investor luar negeri khawatir tentang prospek masa depan negara-negara Amerika Latin, misalnya porsi *Foreign Direct Investment* terhadap GDP di negara-negara Asia Timur rata-rata 3 %, sementara di Amerika Latin hanya 1,1 %. Hal ini menunjukkan bahwa bagian terbesar *capital inflow* di Amerika Latin terutama berjangka pendek dan dapat berubah dengan cepat jika terjadi kesulitan.

Dari pemaparan di atas nampak bahwa beberapa pelajaran dari periode 1980an relevan dengan periode 1990an. Dalam suatu dunia yang tak menentu maka perubahan nilai tukar perdagangan, tingkat bunga, mobilitas modal yang tinggi, serta kebijakan-kebijakan yang meningkatkan tabungan domestik sangat penting untuk mencegah kehancuran pertumbuhan ketika pinjaman-luar negeri macet. Sesudah krisis hutang tahun 1982 penurunan *capital inflow* di Amerika Latin hanya mempengaruhi investasi, bukan konsumsi, sehingga pertumbuhan output menurun dengan tajam. Negara-negara Amerika Latin perlu mengimplementasikan kebijakan-kebijakan yang dapat meningkatkan respon tabungan terhadap *external shock* dengan lebih fleksibel. Bukti dalam tulisan ini dan dari literatur yang relevan menunjukkan bahwa meningkatkan pemerataan pendapatan yang lebih besar dapat membantu mencapai tujuan ini.

Penghargaan

Penulis mengucapkan terimakasih kepada berbagai pihak atas pendapat-pendapat dan saran yang membangun. Pandangan dalam tulisan ini adalah tanggung jawab penulis dan tidak mencerminkan pandangan *Federal Reserve System*.

Naskah asli berjudul "*The Debt Crisis : Leassons of the 1980s for the 1990s*". Diterjemahkan oleh H.M. Bektı Hendrie Arto, Sumber : *Journal of Development Economics*, Vol. 50 (1996).

Apendik A

Perubahan konstitusi	Jumlah perubahan konstitusi (1960 s.d 1985 atau sub periode) Sumber: Banks (1979)
Kedeta	Jumlah kudeta per tahun (1960 s.d 1985 atau sub periode) Sumber: Banks (1979)
Krisis	Jumlah krisis pemerintah per tahun (1960 s.d 1985 atau sub periode) Sumber: Banks (1979)

Tingkat Pertumbuhan Kematian Bayi	Tingkat pertumbuhan GDP. Sumber: World Bank Jumlah bayi yang meninggal sebelum mencapai 1 tahun, per 1000 bayi dalam setahun. Sumber: World Bank Data Bank
Tingkat Harapan Hidup Kerusakan	Tahun harapan hidup. Sumber: World Bank Data Bank Jumlah kerusakan per tahun (1960 s.d 1985) atau sub periode) Sumber: Banks (1979)
Pemogokan	Jumlah pemogokan per tahun (1960 s.d 1985 atau sub periode) Sumber: Banks (1979)
Porsi Konsumsi Swasta	Porsi konsumsi swasta dalam GDP. Sumber: World Bank Data Bank
Porsi Konsumsi Pemerintah	Porsi konsumsi pemerintah dalam GDP. Sumber: World Bank Data Bank
Pendidikan Menengah	Rasio pendaftaran untuk pendidikan menengah, merupakan rasio jumlah murid yang mendaftar di sekolah menengah dengan jumlah anak usia 12 s.d. 17 tahun. Sumber: World Bank Data Bank
Pendidikan Dasar	Rasio pendaftaran untuk pendidikan dasar, merupakan rasio jumlah murid yang mendaftar di sekolah dasar dengan jumlah anak usia 6.d. 11 tahun. Sumber: World Bank Data Bank

DAFTAR PUSTAKA

- Alesina, A. and R. Perotti, (1993), "Income Distribution, Political Instability, and Investment", *NBER Working Paper* No. 4486, October.
- Arrau, P., (1990), "How Does the Debt Crisis Affect Investment and Growth? A Neoclassical Growth Model Applied Mexico", *The World Bank*, International Economics department, WPS 378. Washington, D.C.
- Aschauer, D., (1989) "Is Public Expendance Productive?", *Journal of Monetary Economics* 23, 177-200.
- Banks, A.S., (1979), "Cross-National Time Series Data Archive", *Center for Social Analysis*, State University of New York at Binghamton, September, updated.
- Barro, R., (1990), "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth", *Journal of Political Economy*, 98, S103-S125.
- Barro, R., (1989), "A Cross Country Study of Growth, Saving and Government", *Manuscript*, NBER Working Paper No. 2855, Cambridge, MA.
- Berg, A. and J. Sachs, (1987), "The Debt Crisis: Structural Explanations of Country Performances", *NBER Working Paper* No. 2607.

- Blanchard, O., (1983), "Debt and Current Account Deficit in Brazil in Armella", Dornbusch, and Obstfeld, eds., *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries*, University of Chicago Press, 187-198.
- Borensztein, E., (1990), "Debt Overhang, Credit Rationing, and Investment", *Journal of Development Economics*, 32, 315-335.
- Buffie, E., (1990), "Economic Policy and Foreign Debt in Mexico", in J. Sachs, ed., *Development Country Debt and Economic Performance*, NBER, Chicago: University of Chicago Press.
- Calvo, G., L. Leiderman and C. Reinhart, (1992), "Capital Inflows to Latin America: The 1970s and the 1990s", *International Monetary Fund Working Paper No.85*, October.
- Calvo, G., L. Leiderman and Reihart, (1993), "Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin American: The Role of External Factors", *International Monetary Fund Staff Papers*, March, 40, 108-150.
- Calvo, G., L. Leiderman and C. Reinhart, (1994), "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", *Contemporary Economic Policy*, July.
- Cochrane, J., (1989), "The Sensitivity of Tests of the Intertemporal Allocation of Consumption to Near-Rational Alternatives", *American Economic Review*, 79, 319-337.
- Cohen, D., and Sachs, J., (1986), "Growth and External Debt Under the Risk of Debt Repudiation", *European Economic Review*, 30, 529-560
- Cuckierman, A., Edwards, S., and Tabellini G., (1989), "Seignorage and Political Instability", *NBER Working Paper No. 3199*.
- De Gregorio, J., (1991), "Economic Growth in Latin America", *International Monetary Fund Working Paper 1991/71*.
- Diaz Alejandro, C., (1984), "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore", *Brookings Papers on Economic Thing Activity 2*, 335-389.
- Dornbusch, R., and De Pablo, J., (1990), "Debt and Macroeconomic Instability in Argentina", in J. Sachs, ad., *Developing Country Debt and Economic Performance*, NBER, Chicago: University of Chicago Press.
- Froot, K., (1989), "Buy backs, Exit Bonds, and the Optimality of Debt and Liquidity Relief", *International Economic Review*, 30, 49-70.
- Internation Financial Statistics*, International Monetary Fund, Washington D.C., various issues.

- Krugman, P., (1988), "Financing Vs. Forgiving a Debt Overhang: Some Analytical Notes", *Journal of Development Economics*, 29, 253-268.
- Ram, R., (1986), "Government Size and Economic Growth: A New Framework and Some Evidence from Cross-Section and Time Series Data", *American Economic Review*, 76, 191-203.
- Roubini, H., and Sachs, J., (1989), "Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies", *NBER Working Paper No. 2682*.
- Sachs, J., (1989a), "The Debt Overhang of The Development Countries", in: G. Calvo, R. Findlay, P., K. and J.B., de Macedo. eds., *Debt Stabilization , and Development*, Basil Blackwell, Cambridge, M.A. 1989.
- Sachs, J., (1989b), "Social Conflict and Populist Policies in Latin America", *NBER Working Paper No. 2897*, 1989.
- World Bank, *World Development Report*, Oxford University Press, various issue.
- World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington D.C., various issues.

¹ Versi terakhir tulisan ini selesai Agustus 1994, sebelum krisis Meksiko pecah pada Desember 1994. Pada saat itu tidak saja arus modal dari negara maju kepada negara berkembang berhenti, tetapi negara-negara berkembang juga memiliki pengalaman tentang suatu pembalikan yang substansial dalam arus modal. Selama kuartal pertama 1995 sejumlah besar *capital outflow* dari Argentina telah mengurangi cadangan internasional milik *Argentine Central Bank* sebesar sepertiga (sekitar 5 Milyar dollar). Krisis Meksiko juga mempengaruhi prospek pertumbuhan beberapa negara Amerika Latin, dimana Argentina menderita resesi setelah empat tahun ekspansi substansial pada kegiatan ekonominya (sekitar 7% pertahun selama 1991-1994). Krisis ini (yang mempengaruhi hampir semua *emerging pasar*) sangat mendesak untuk dievaluasi, terutama penyebab hancurnya pertumbuhan beberapa negara sesaat setelah krisis hutang tahun 1982. *Footnote* ini ditulis pada April 1995.

² Meskipun terdapat pembuktian atas pengaruh positif jasa-jasa pemerintah pada output dan produktifitas (lihat, sebagai contoh Aschauer 1989, Arrau (1990), 1989), tetapi bukti empiris atas *increasing returns* kurang konklusif. Sebagai contoh, Aschauer (1989) dengan menggunakan data AS selama periode 1949-1985, tidak dapat menolak hipotesis *constan return to scale*. Bukti ini kurang mencerminkan suatu penolakan terhadap hipotesis *constant return to scale* bagi negara-negara debitur. Beberapa dukungan tidak langsung terhadap *increasing return* disampaikan oleh Ram (1986). Ram menggunakan data dari 115 negara (negara maju dan berkembang) dan menemukan bahwa pengaruh positif pemerintah terhadap pertumbuhan secara tipikal lebih kuat pada tingkat pendapatan yang lebih rendah. Dalam beberapa kasus hasil simulasi pada bagian ini dan bagian 5.

³ Bahkan, sebelum krisis hutang terjadi, negarapnegara debitur mungkin belum mendapatkan pinjaman baru dikarenakan mereka tidak dapat atau ingin membayar halamannya. Dalam kasus ini, negara-negara debitur menghadapi "credit rationing". Untuk analisis optimalisasi masalah dalam kondisi resiko penolakan dapat dilihat Cohen dan Sachs (1986).

⁴ Meskipun tingkat pertumbuhan yang diperoleh dari simulasi opra-krisis memberikan suatu indikasi pertumbuhan potensial dari Argentina dan Meksiko, tetapi tingkat pertumbuhan ini mungkin tidak layak (karena kendala likuiditas pada pasar keuangan internasional). penulis memverifikasi apakah Argentina dan Meksiko mengalami kendala likuiditas sebelum 1983. Simulasi menunjukkan bahwa selama tahun-tahun sebelum krisis tidaklah optimal bagi

Argentina dan Meksiko untuk default, dan oleh karenanya kedua negara ini terus memiliki akses tak terbatas terhadap pasar modal dunia.

⁵ Suatu reduksi transfer keluar dari 5 % menjadi 3 % yang berhubungan dengan *debt relief* (sebagai persentase dari nilai hutang pada tahun 1981) 50 % untuk Argentina dan 48 % untuk Meksiko.

⁶ Untuk diskripsi kebijakan fiskal Argentina dan Meksiko lihat Dornbusch dan De Pablo (1990), serta Buffie (1990)