

UTANG LUAR NEGERI, INVESTASI DAN TABUNGAN DOMESTIK: SEBUAH SURVEY LITERATUR

Yuswar Zainulbasri

Universtias Trisakti, Jakarta

ABSTRAK

Kajian dan survey literatur ini merupakan pembahasan teoretis serta hasil kajian empiris tentang pentingnya serta peranan utang luar negeri dalam memacu dan mendorong kemajuan ekonomi suatu negara. Kajian yang dilihat disini tidak saja dikhususkan kepada negara-negara berkembang tetapi juga melihat peranan utang luar negeri dalam mendorong kemajuan negara-negara yang dewasa ini dikenal dengan negara-negara industri seperti Jepang dan Jerman. Kedua negara ini pada masa-masa awal pembangunan ekonominya, seperti diketahui memperoleh bantuan melalui Marshall Plan yang dicanangkan oleh Amerika Serikat untuk membantu pemulihan ekonomi negara-negara yang bersangkutan setelah hancur pada Perang Dunia II.

Kajian lain tentu saja ditujukan pada negara-negara berkembang karena lebih dari 90% utang luar negeri khususnya utang-utang multilateral ditujukan kepada negara-negara sedang berkembang, meskipun kebanyakan kajian yang disurvei dilakukan oleh intelektual dari negara-negara industri maju.

Dalam survey ini juga dilihat beberapa kajian yang dilakukan untuk melihat pengaruh utang luar negeri terhadap ekonomi Indonesia, meskipun studi tentang Indonesia masih relatif sangat terbatas, baik yang dilakukan oleh pakar asing maupun oleh ekonom-ekonom Indonesia.

Marak dan ramainya perdebatan tentang utang luar negeri merupakan suatu fenomena tersendiri bagi bangsa Indonesia khususnya para ekonomi maupun orang awam yang berminat terhadap masalah-masalah tersebut. Hal ini selalu menjadi pembicaraan yang ramai setiap kali pemerintah mengadakan perundingan dengan pihak-pihak debitur dalam upaya mengucurkan bantuan untuk Indonesia. Guna memberikan gambaran yang komprehensif terhadap perkembangan teori utang luar negeri (foreign debt) serta kaitannya dengan tabungan domestik (domestic saving) dan investasi (investment) tulisan berikut ini akan menguraikan perjalanan perkembangan teori tersebut beserta penelitian dan hasil studi empiris yang dilakukan oleh para ekonom.

Dalam tulisan ini telaah mengenai hal tersebut akan dibagi kedalam dua kategori yakni, perkembangan teori beserta bukti dan temuan empiris pada level global serta perkembangan temuan empiris khusus untuk Indonesia sebagai pusat wilayah kajian.

UTANG LUAR NEGERI DAN PEMBA- NGUNAN

Dari perspektif negara donor setidaknya ada dua hal penting yang memotivasi dan melandasi mengalirnya bantuan luar negeri ke negara-negara debitur. Kedua hal tersebut adalah motivasi politik (*political motivation*) dan motivasi ekonomi (*economic motivation*) yang keduanya mempunyai kaitan yang sangat

erat antara yang satu dengan yang lainnya. Motivasi pertama inilah yang kemudian menjadi acuan bagi Amerika Serikat (AS) untuk mengucurkan dana bantuan dalam merekonstruksi kembali perekonomian Eropa Barat setelah hancur saat Perang Dunia II dan program ini kemudian dikenal dengan Marshall Plan (Todaro, 1985). Kesuksesan dalam membangun kembali Eropa Barat menjadikan program ini sebagai cetak biru (*blue print*) yang kemudian digunakan dalam proses pengembangan ekonomi di berbagai belahan dunia lainnya seperti Asia Selatan, Asia Tenggara, Amerika Latin, bahkan kemudian sampai menyentuh Afrika serta Amerika Tengah. Sedangkan motivasi ekonomi sebagai landasan kedua yang digunakan dalam memberikan bantuan, setidaknya tercermin dari 4 argumen penting (Todaro, 1985):

Pertama, adalah *foreign exchange constraints*. Argumen ini didasari atas *two gap model* dimana negara-negara penerima bantuan khususnya negara-negara berkembang mengalami kekurangan dalam mengakumulasi tabungan domestik (*domestic saving*) sehingga tingkat tabungan yang ada tidak mampu memenuhi kebutuhan akan tingkat investasi yang dibutuhkan dalam proses memicu pertumbuhan ekonomi. Dan pada sisi lain adalah kekurangan yang dialami oleh negara yang bersangkutan dalam memenuhi kebutuhan nilai tukar asing (*foreign exchange*) untuk membiayai kebutuhan impor barang modal (*capital goods*) dan impor barang-barang intermediate (*intermediate good*). Dengan demikian untuk menutupi kedua kekurangan tersebut maka andalannya adalah bantuan luar negeri. Dan secara matematis ringkasan *two gap model* ini dapat ditulis sebagai berikut:

$$I \leq F + sY \quad (1)$$

Dimana, I adalah tingkat investasi, F adalah arus modal masuk sementara s dan Y masing-masing adalah tingkat tabungan dan pendapatan nasional. *Saving gap* baru eksis jika

$F + sY \geq I$ dimana ekonomi berada pada tingkat kapasitas penuh (*full capacity*). Sedangkan untuk *foreign exchange constraint* terjadi jika suatu negara mempunyai *marginal import* m_1 dan *marginal propensity to import* adalah m_2 , maka *foreign exchange constraint* adalah:

$$m_1I + m_2Y - E \leq F \quad (2)$$

dimana E adalah tingkat eksogeneus ekspor.

Cara lain persoalan utang dan bantuan luar negeri ini bisa juga didekati dengan menggunakan persamaan identitas pendapatan nasional.

$$Y = C + I + G + CA \quad (3)$$

$$CA = RB - Tr - rD \quad (4)$$

$$Y = C + S + T \quad (5)$$

Dimana Y adalah pendapatan nasional bruto; C = konsumsi; I = investasi; RB = ekspor dan impor barang plus jasa-jasa netto (*resource balance*); Tr = jasa-jasa faktor produksi diluar modal; rD = pembayaran bunga pinjaman luar negeri; S = tabungan; dan T = pajak, sedangkan G dan CA masing-masing adalah pengeluaran pemerintah dan transaksi berjalan (*current account*).

Penggabungan persamaan (3) dan (4) akan diperoleh persamaan berikut:

$$-CA = -RB + Tr + rD \quad (6)$$

Defisit transaksi neraca berjalan (*current account*) dalam konteks *Balance of Payment (BOP)* selalu ditutup oleh pemasukan modal swasta (DI) dan tambahan atau kenaikan pinjaman pemerintah bersih (ΔD). Kedua variable ini termasuk dalam pos perkiraan modal dengan demikian persamaan (6) menjadi:

$$-CA = -RB + Tr + rD = DI + \Delta D - CF \quad (7)$$

namun ada pos-pos yang bersifat menekan, yakni pergerakan modal jangka pendek (*short term of capital, STC*) serta *error and omission* atau "selisih yang tak dapat diperhitungkan

(EO)”. Kedua pos ini sering dijadikan *proxy* bagi pelarian modal (*capital flight*, *CF*). Dengan demikian persamaan neraca pembayaran dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$-RB = DI + (\Delta D - rD) - Tr - CF \quad (8)$$

atau

$$(\Delta D - rD) = -RB - DI + Tr + CF \quad (9)$$

Persamaan (8) dan (9) menunjukkan keterkaitan antara net transfer pinjaman luar negeri ($\Delta D - rD$), selisih antara ekspor dan impor barang plus jasa-jasa non faktor, pemasukan modal swasta, transfer, dan pelarian modal.

Kedua, adalah *growth and savings*, yakni untuk memfasilitasi dan mengakselerasi proses pembangunan dengan cara meningkatkan pertambahan tabungan domestik sebagai akibat dari tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi. Hal ini karena tingginya tingkat pertumbuhan di negara-negara berkembang akan turut meningkatkan atau berkorelasi positif terhadap kenaikan keuntungan yang bisa dinikmati di negara-negara maju seperti yang dibuktikan dalam studi Cooper (1995). Ketiga, adalah *technical assistance*, yang merupakan pendamping dari bantuan keuangan yang bentuknya adalah transfer sumberdaya manusia tingkat tinggi kepada negara-negara penerima bantuan. Hal ini harus dilakukan untuk menjamin bahwa aliran dana yang masuk dapat digunakan dengan sangat efisien dalam proses memicu kenaikan pertumbuhan ekonomi. Dan yang terakhir adalah *absorptive capacity*, yakni dalam bentuk apa dana tersebut akan digunakan. Terlepas dari faktor-faktor yang dikemukakan diatas, ada satu hal lagi yang perlu diingat bahwa faktor pendorong dan faktor penarik (*push and pull factors*) adalah dua kata kunci yang turut menentukan *terjadinya capital movement* ke negara-negara berkembang (Taylor dan Sarno, 1997). Faktor-faktor ini tentu saja perpaduan antara motife ekonomi dan politik yang menjadi pertimbangan utama bagi seorang investor yang rasional.

Meskipun demikian, pentingnya peranan dana bantuan luar negeri dan modal asing terhadap kemajuan, pertumbuhan, dan pembangunan ekonomi negara berkembang telah lama menjadi perdebatan hangat diantara kelompok-kelompok ekonom dunia. Sekelompok ekonom pada tahun 1950-an dan 1960-an berpendapat dan meyakini bahwa batuan luar negeri mempunyai dampak yang positif terhadap pembangunan ekonomi suatu negara tanpa menimbulkan gangguan pada masa sesudahnya bagi negara-negara debitur tersebut. Pengalaman keberhasilan pembangunan kembali perekonomian negara-negara Eropa Barat melalui Marshall Plan seperti telah disinggung, menjadi dasar pendapat kelompok tersebut untuk menganjurkannya diterapkan di negara-negara berkembang. Asumsi yang mereka gunakan dalam proses penganjurannya adalah, bantuan luar negeri akan menambah sumber-sumber yang produktif tanpa menimbulkan dampak substitusi terhadap tingkat tabungan domestik, dan tidak menimbulkan dampak negatif terhadap alokasi dan efisiensi sumberdaya terutama tingkat efisiensi dalam penggunaan modal yang tercermin dari tingkat *ICOR* (*Incremental Capital Output Ratio*) dan sumber-sumber tersebut diatas sangat langka di negara-negara sedang berkembang.

Pengalaman seperti yang diuraikan diatas juga mengilhami teori yang dikembangkan oleh Sir Roy Harrod (Inggris) dan kemudian dilanjutkan serta disempurnakan oleh Evsey D. Domar (AS) yang kemudian dikenal dengan teori Harrod-Domar (HD). Teori yang berbicara tentang penggunaan bantuan luar negeri dalam pembiayaan pembangunan ini, selanjutnya dikembangkan lagi oleh beberapa ekonom seperti Hollis Chenery, Alan Strout dan lain-lain pada tahun 1960-an dan awal tahun 1970-an. Pemikiran mereka ini seperti yang diungkapkan oleh Chenery dan Carter (1973) dapat dikelompokkan ke dalam empat pemikiran mendasar:

Pertama, sumber dana eksternal (modal asing) dapat dimanfaatkan oleh negara sedang

berkembang sebagai suatu dasar yang signifikan untuk memacu kenaikan investasi serta pertumbuhan ekonomi. Kedua, untuk menjaga dan mempertahankan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi diperlukan perubahan dan perombakan yang substantial dalam struktur produksi dan perdagangan. Ketiga, modal asing dapat berperan penting dalam memobilisasi sumber dana dan transformasi struktural. Keempat, kebutuhan akan modal asing akan menurun segera setelah perubahan struktural terjadi (meskipun modal yang masuk belakangan menjadi lebih produktif).

Pemikiran diatas sedemikian kuatnya mempengaruhi proses perencanaan pembangunan di negara-negara sedang berkembang, sehingga hampir tidak ada negara berkembang yang semata-mata hanya mengandalkan upaya proses pembangunannya pada sumber-sumberdaya domestik. Malahan porsi bantuan dana luar negeri tidak lagi diperlakukan sebagai faktor pelengkap (*complementary factor*), tapi telah menjadi sumber utama dalam membiayai pembangunan. Memang bantuan luar negeri sebenarnya dapat mencapai arah dan sasaraannya jika digunakan untuk investasi yang tingkat pengembalian investasinya (*return on investment*) dapat memacu kenaikan sumberdaya ekonomi yang lebih besar. Dengan demikian, dari hasil pengembalian investasi tersebut diharapkan utang luar negeri tidak saja mampu menambah sumberdaya ekonomi tapi juga sekaligus mampu membayar kembali cicilan pinjaman sebelumnya. Keadaan ini telah dibuktikan oleh negara-negara yang tergabung dalam kelompok negara-negara industri baru -- *Newly Industrialized Countries (NICs)* seperti Korea Selatan dan Taiwan, dimana utang luar negeri telah dengan sukses menjadi mesin pertumbuhan (*engine of growth*) dalam perekonomian mereka. Namun sebaliknya, banyak juga negara-negara berkembang yang gagal dalam memanfaatkan utang luar negeri dengan baik dan malahan terjebak dalam apa yang disebut jebakan utang (*debt trap*) dan menjadi beban baru bagi negara yang bersangkutan.

Kasus-kasus di Amerika Latin seperti Mexico, Argentina serta Brazil adalah contoh konkrit dari kasus yang terakhir ini.

KEGAGALAN UTANG LUAR NEGERI

Seperti telah disinggung diatas, kegagalan utang luar negeri dalam memacu pertumbuhan dan kemajuan ekonomi negara-negara peminjam (debitur) menjadi landasan bagi para ekonom yang kontra dalam memberikan kritik terhadap peranan utang luar negeri. Yang paling focal dan ekstrim adalah kelompok Strukturalis yang antara lain dipelopori oleh Paul Baran, Raul Prebisch, Samir Amin, A. Cardoso dan lain-lain (Arief dan Sasono, 1984) dan dari kelompok lain adalah yang dimotori oleh Lance Taylor, Buffie, Bacha serta van Wijnbergen yang kemudian dikenal sebagai kelompok Neo Strukturalis. Mereka berpendapat bahwa modal asing serta bantuan luar negeri hanya menciptakan suatu pola ketergantungan (*dependency*) terhadap negara-negara maju. Bantuan luar negeri seperti yang ditunjukkan dalam penelitian empiris telah menghilangkan kesempatan untuk munculnya sumber-sumber dana domestik; dan disamping itu juga akan menimbulkan *demonstration effect* yang berbahaya bagi kondisi perekonomian, sosial dan politik negara yang bersangkutan (Thee Kian Wie, 1987).

Kelompok pemikir yang tergabung dalam penganut teori dependensia mengajukan dua hipotesa penting (Mariakasih, 1982): Pertama, semakin banyak suatu negara bergantung kepada penanaman modal asing dan bantuan luar negeri, maka semakin berkurang pertumbuhan ekonomi negara yang bersangkutan. Kedua, semakin banyak negara bergantung kepada penanaman modal asing dan bantuan luar negeri, semakin besar perbedaan penghasilan dan pemerataan ekonomi tidak tercapai. Selanjutnya, kelompok ini yang dimotori oleh Christopher Chase-Dunn dan Richard Robinson (John Hopkins University) dan Volker Bornschier (Zurich University) berinisiatif

mengumpulkan 16 hasil riset mengenai problematika ketergantungan terhadap investasi dan bantuan luar negeri dilihat dari pertumbuhan ekonomi dan pemerataan, mendapatkan suatu kesimpulan yang cukup mengejutkan:

Pertama, penanaman modal asing dan bantuan luar negeri mengakibatkan perbedaan penghasilan semakin besar sehingga pemerataan kesejahteraan tidak terjadi. Kedua, penanaman modal asing dan bantuan luar negeri dalam jangka pendek memperbesar pertumbuhan ekonomi, dan (ketiga), dalam jangka panjang (5 – 20 tahun) pertumbuhan ekonomi berkurang. Keempat, penanaman modal asing dan bantuan luar negeri mempunyai akibat negatif untuk negara kaya dan miskin.

Sementara itu kelompok lain yang lebih moderat yang menggunakan pendekatan teori kesejahteraan mencoba menghubungkan pengaruh bantuan luar negeri terhadap pertumbuhan ekonomi, tabungan domestik dan investasi. Hasil penelitian yang mereka lakukan menunjukkan kesimpulan yang bervariasi. Papanek (1973), Dowling dan Hiemenz (1983), Stoneman dan Gupta dan Islam (1983), menunjukkan bahwa bantuan luar negeri seperti halnya tabungan dalam negeri mempunyai kontribusi yang cukup besar dalam pertumbuhan ekonomi di negara berkembang. Namun, studi-studi diatas – kecuali studi Papanek -- menunjukkan bahwa bantuan luar negeri masih kalah penting dibandingkan dengan tabungan dalam negeri terhadap kontribusinya dalam proses pertumbuhan ekonomi.

KRISIS UTANG DAN KAPASITAS PEMBAYARAN

Krisis pembayaran utang luar negeri suatu negara terjadi jika memenuhi tiga persyaratan dibawah ini (Eaton dan Taylor, 1986):

1. Tidak sanggup membayar (*insolvent*) atau tidak mampu membayar utang dalam jangka panjang.

2. Tidak likuid (*illiquid*) – yakni mereka tidak mempunyai cukup uang untuk membayar kewajiban saat jatuh tempo.
3. Tidak punya keinginan untuk membayar.

Kedua kondisi pertama sangat berhubungan dengan kemampuan suatu negara dalam memenuhi kewajibannya, dalam arti suatu negara mempunyai keinginan untuk membayar tetapi tidak mampu memenuhi kewajiban tersebut karena menghadapi masalah kekurangan (*shortage*) devisa luar negeri. Sedangkan masalah terakhir lebih disebabkan karena tidak adanya keinginan untuk membayar (*unwillingness to pay*) yang bisa saja dikarenakan adanya keuntungan-keuntungan ekonomis yang akan diraih atau karena alasan politis.

Krisis utang dapat terjadi dalam berbagai bentuk. Pertama, negara atau kreditur menerima penundaan pembayaran cicilan namun tetap menerima pembayaran bunga pada jadwal yang telah disepakati. Kedua, kreditur menunda baik pembayaran kembali cicilan maupun bunganya sekaligus. Disamping kedua bentuk ini, masih banyak lagi variasi lain dari krisis utang ini dan perlakuan dari kreditur terhadap penundaan ini juga bervariasi, misalnya pada kasus tertentu kreditur bersedia memperpanjang masa jatuh tempo (*maturity*) tetapi dengan menaikkan tingkat bunga utang. Sementara dalam kasus yang lain justru tingkat suku bunga yang diturunkan sebagai upaya untuk mengurangi beban utang negara yang bersangkutan.

Adapun kapasitas untuk membayar utang dapat dilihat dengan mengukur kemampuan perekonomian suatu negara dalam menyediakan sumber dana guna memenuhi kewajibannya berupa cicilan dan bunga utang. Dan untuk menaksir kapasitas pembayaran utang dapat digunakan persamaan berikut:

$$DS1 = f(D_0) = (i + a) D_0 \quad (10)$$

dimana:

DS1 = beban utang pada periode ke 1

D_0 = utang pada periode ke 0

i = tingkat bunga
 a = amortisasi

dengan asumsi bahwa analisis dilakukan dalam dua periode $t = 0, 1$; dan saat berutang dimulai pada $t = 0$; serta beban utang muncul pada tahun pertama, $grace\ period = 1$.

Persamaan diatas menunjukkan bahwa skedul pembayaran utang tergantung pada skedul pembayaran bunga dan amortisasi. Dan jika potensi sumber dana yang dapat disediakan oleh perekonomian adalah Q yang sebagian dari Q ditentukan oleh utang pada periode $t = 0$ (Do) karena Do merupakan sumberdaya yang dapat digunakan untuk pertumbuhan ekonomi. Jika E adalah jumlah pengeluaran domestik, maka Kapasitas Pembayaran Beban Utang (KPBU) adalah jumlah sumberdaya yang dapat disediakan oleh perekonomian untuk membiayai beban utang, yakni perbedaan antara total sumber dana dan total pengeluaran domestik, atau persamaannya adalah

$$KPBU1 = Q1(Do, \dots, \dots) - E1 \quad (11)$$

dari persamaan (10) dan (11) terlihat bahwa KPBU1 dan DS1 adalah sama-sama merupakan fungsi dari Do . Dengan demikian persamaan (11) dapat dijadikan bentuk umum

$$KPBU1 = [Q1(Do, \dots, \dots) + L1] - E1 \quad (12)$$

Namun, persamaan diatas belum menunjukkan secara jelas masalah krisis utang. Pendekatan lain yang dapat memperjelas masalah krisis utang tersebut adalah pendekatan tidak langsung, yakni yang menunjukkan kondisi minimal yang harus dipenuhi agar tidak terjadi utang, yaitu:

Total Sumber Dana – Pengeluaran Domestik Agregat = Tagihan Luar Negeri

atau

$$(Q - L) - (C + I) = DS \quad (13)$$

dan Q adalah PDB; $Q = Y - DS$, dimana $Y = GNP$. Jika $Q = C + S$ dan atau

$Q = C + I + X - M$ maka persamaan (13) dapat disederhanakan menjadi dua bentuk sebagai berikut:

$$(S + L) - I = DS \quad (14)$$

$$(X + L) - M = DS \quad (15)$$

dimana:

Q = Produk Domestik Bruto
 L = Utang Luar Negeri Bruto
 C = Total Konsumsi Domestik
 I = Investasi
 S = Tabungan Domestik, $S = S(Q)$
 X = Ekspor Barang dan jasa non faktor
 M = Impor Barang dan Jasa
 DS = Beban utang yang harus dibayar

Dengan demikian kondisi (13) menunjukkan kendala sumberdaya secara keseluruhan, yang terbagi menjadi dua kendala yakni kendala tabungan – investasi (14) dan kendala devisa (15).

Persamaan (14) menggambarkan bahwa utang luar negeri tidak hanya digunakan untuk menutupi kesenjangan tabungan domestik dan investasi tapi juga dibutuhkan untuk membiayai beban utang yang harus dibayar. Hal yang sama juga berlaku untuk persamaan (15) yang menunjukkan bahwa utang luar negeri selain digunakan untuk menutup defisit transaksi berjalan juga dibutuhkan untuk membayar beban utang yang sebelumnya. Dan secara keseluruhan ketiga persamaan yang terakhir menunjukkan bahwa pembayaran beban utang menuntut pemenuhan dari tiga kondisi, yakni: total pengeluaran agregat, tagihan lain-lain terhadap tabungan, tagihan lain-lain terhadap sumber devisa yang harus lebih kecil ketersediaannya dibandingkan jumlah beban utang.

Jika persamaan (14) disubstitusikan kedalam persamaan (15) maka diperoleh:

$$(S - I) = (X - M) \quad (16)$$

Persamaan diatas merupakan *ex post* identitas.

MODEL-MODEL GROWTH CUM-DEBT

Model-model *growth cum debt* (Eaton dan Taylor, 1986) bertujuan melihat pengaruh utang secara kumulatif terhadap dua masalah utama, yakni, pertama, seberapa besar utang yang dapat dipinjam oleh suatu negara, dan berapa tingkat optimum utang tersebut. Kedua, kebijakan utang yang berkelanjutan (*sustainable debt policy*). Model-model ini dipusatkan pada masalah jangka panjang dan lebih menggambarkan masalah solvabilitas dibandingkan masalah likuiditas.

Model ini terbagi kedalam dua bagian besar. Model pertama memusatkan pada persoalan kebijakan utang yang berkelanjutan dengan memperhatikan jalur proyeksi perekonomian. Pendekatan ini umumnya menekankan tentang penggunaan modal asing dalam membiayai investasi untuk mencapai sasaran pertumbuhan ekonomi. Pendekatan ini dikenal sebagai model non optimisasi. Sedangkan model yang kedua adalah model yang memfokuskan pada optimisasi utang sehingga biaya marginal dan keuntungan marginal dari hutang mempunyai besaran yang sama (Mc Donald, 1982), dan model ini dikenal juga dengan model optimisasi.

1. Model-model Non Optimisasi

Pendekatan dalam model-model ini terdiri dari beberapa bagian, yakni, pertama berdasarkan pada penyederhanaan model Harrod – Domar dan memfokuskan pada kebutuhan utang untuk keperluan investasi. Model kedua adalah penyempurnaan dari model pertama yang lebih menekankan pada kendala lain seperti fiskal atau neraca pembayaran. Dan kedua model diatas adalah model statis, dan baru pada model ketiga dari model non optimisasi ini yang bersifat dinamis.

Asumsi-asumsi utama dari model ini adalah sebagai berikut:

1. Output diproduksi dengan *fixed coefficients technology*.
2. Target pertumbuhan ekonomi bersama-sama dengan rasio modal output (COR) yang tetap akan menentukan rasio investasi.
3. *Marginal propensity to save (MPS)* adalah tetap.
4. Utang luar negeri dibutuhkan untuk menutupi kesenjangan tabungan – investasi dan juga untuk membiayai pembayaran kembali utangnya.

Implikasi asumsi diatas adalah:

1. Kemungkinan pencapaian MPS yang dibutuhkan untuk menutupi kebutuhan pembayaran beban utang dan kebutuhan investasi berhubungan positif, sehingga kapasitas pembayaran beban utang suatu negara akan tinggi jika *total resources* tumbuh lebih cepat dalam perekonomian stasioner.
2. Jika ICOR dan tingkat pengembalian yang dibutuhkan dari modal asing tidak berbeda dengan laju pertumbuhan produk nasional bruto, maka kemungkinan peningkatan kemampuan membiayai beban utang dengan volume *capital inflow* yang besar akan lebih besar dibandingkan kemungkinan membiayai beban utang dengan volume *capital inflow* yang lebih kecil (Alter, 1961).
3. Kenaikan dalam ICOR membutuhkan kenaikan yang proporsional pula dalam MPS.

Dari model diatas, berbagai estimasi terhadap kapasitas pembayaran beban utang diformulasikan oleh Avramovic (1964), King (1968), dan Salomon (1977). Avramovic berdasarkan hasil studinya, menghasilkan suatu siklus utang (*debt cycle*) yang menunjukkan bahwa kebutuhan utang akan berbeda-beda setiap periode, tergantung pada tahap-tahap pembangunan.

2. Model-model Optimisasi

Model optimisasi ini dikemukakan oleh beberapa ahli antara lain Bardhan (1967) dan Hamada (1969) dengan menggunakan fungsi utiliti antar waktu (*intertemporal utility function*) sebagai fungsi objektif dalam kerangka model pertumbuhan satu sektor dari neoklasik. Jalur optimal ekonomi diderivasi untuk fungsi penawaran dari sumber dana eksternal. Dalam keadaan stabil *marginal cost* dari utang luar negeri akan sama dengan *marginal product* dari modal. Kondisi ini akan menyebabkan *marginal cost* utang luar negeri akan konstan setiap waktu (Mc Donald, 1982).

Sementara itu Kharas (1981) mengembangkan sebuah model dengan kendala anggaran pemerintah. Dia menemukan bahwa dalam kondisi anggaran pemerintah menjadi kendala maka biaya marginal utang yang sama dengan *marginal return of investment*, tidak akan menghasilkan tingkat utang yang optimal. Disamping itu, dia juga menemukan bahwa kendala pinjaman optimal secara substansi akan lebih kecil dari tingkat net output yang maksimum. Hal ini terjadi karena dalam proses meminjam telah terjadi peningkatan distorsi terhadap alokasi konsumsi intertemporal, sehingga jumlah utang yang besar merangsang konsumsi masa sekarang dan mengurangi tingkat tabungan.

Dari beberapa model yang dikemukakan diatas sebenarnya masih ada beberapa model lagi yang tidak mungkin diungkapkan secara detail dalam studi ini. Namun survey literatur yang dilakukan oleh McDonald (1982), Eaton dan Taylor (1986) dan survey yang paling akhir oleh Romer (1992) merupakan referensi yang dapat dijadikan acuan lebih lanjut dalam studi mengenai utang luar negeri.

UTANG LUAR NEGERI, INVESTASI DAN TABUNGAN

Seperti telah disinggung sebelumnya, jika dilihat hubungan antara bantuan luar negeri dengan tabungan domestik, hampir semua

studi menunjukkan bahwa bantuan luar negeri mempunyai dampak negatif terhadap kenaikan tabungan domestik. Studi-studi yang dilakukan oleh Rahman (1968), Areskoug (1973) dan Griffin dan Enos (1970) dengan memakai data *cross section* serta menggunakan fungsi tabungan, $S = f(Y, F)$, dimana Y adalah PDB dan F adalah bantuan luar negeri menunjukkan koefisien estimasi bantuan luar negeri adalah negatif dan kurang dari satu. Ini berarti bahwa sebagian dari bantuan luar negeri mempunyai dampak substitusi terhadap tabungan domestik.

Studi lain yang dilakukan oleh Gupta dan Islam (1983) menunjukkan bahwa untuk negara Asia, investasi swasta asing mempunyai pengaruh yang positif terhadap tabungan domestik, sementara bantuan luar negeri mempunyai dampak substitusi yang besar terhadap tabungan domestik. Namun hal tersebut tidak berlaku untuk belahan dunia lainnya, dimana bantuan luar negeri malah menunjukkan dampak positif atau komplementer terhadap tabungan dalam negeri. Dengan demikian tidak ada satu kesimpulan umum yang dapat diambil, karena ketiga studi tersebut mengestimasi fungsi tabungan dengan total *financial flow* sebagai *explanatory variable*, dan tidak ditemukan dampak substitusi sebagaimana yang ditunjukkan dalam studi terhadap kasus di Asia.

Studi lain yang menggunakan fungsi produksi neo klasik mengindikasikan bahwa arus masuk modal asing telah menimbulkan dampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi negara sedang berkembang di kawasan Asia dan Pasifik (Stoneman, 1975, Dowling dan Hiemenz, 1983). Asumsi yang mereka gunakan adalah bahwa setiap satu dolar modal asing yang masuk akan mengakibatkan kenaikan satu dolar impor dan investasi (Papanek, 1972).

Sedangkan studi yang melihat pengaruh bantuan luar negeri terhadap efisiensi investasi dilakukan oleh Voivadas (1973) dengan menggunakan ICOR sebagai proksi untuk efisiensi bantuan luar negeri. Studi ini menemukan

bahwa bantuan luar negeri cenderung mengurangi efisiensi investasi. Tapi sebaliknya Go (1985) dalam studinya untuk negara-negara Asia, menemukan bahwa bantuan luar negeri cenderung meningkatkan efisiensi investasi, seperti yang diuraikan dalam Lee (1986).

Pemikiran-pemikiran diatas yang mendukung bahwa modal asing berpengaruh positif terhadap tabungan domestik dan pembiayaan impor, mendapat banyak tantangan dari kubu

ahli ekonomi pembangunan yang lain. Mereka menyimpulkan, bahwa hanya sebagian kecil dari modal asing yang berpengaruh positif terhadap tabungan dan pertumbuhan ekonomi, sedangkan sebagian besar digunakan untuk menambah konsumsi (Leff, 1969; Griffin dan Enos, 1970). Matrik berikut ini adalah modifikasi dari matrik yang dibuat oleh Papanek (1972) yang menggambarkan pengaruh modal asing terhadap tabungan dan investasi.

Tabel 1. Pengaruh Modal Asing Terhadap Tabungan dan Investasi

No	Studi	Tabungan / Investasi	Dampal Thd Tabungan / Investasi
1	Griffin & Enos; Enos	T	- 0.73
2	Rahman	T	- 0.25
3	Areskoug	I	+ 0.40
4	Weisskopf	T	- 0.23
5	Chenery	T	+ 0.64 s/d - 1.15
6	Chenery	T	- 0.49
7	Chenery	I	+ 0.11

Sumber: Diolah dari Papanek (1972).

Dalam studi-studi yang lebih baru, pengaruh utang luar negeri terhadap tabungan dan tingkat investasi secara ekonomis dapat dijelaskan sebagai berikut (Arief, 1998):

Pertama, utang luar negeri menimbulkan efek negatif terhadap tingkat tabungan di dalam negeri karena utang luar negeri sektor pemerintah ini membuat pemerintah bersifat santai sehingga cenderung untuk mengalokasikan sebagian besar pengeluarannya untuk tujuan konsumsi. Dengan demikian terjadilah apa yang disebut "*aid-switching*" dan utang luar negeri telah mensubstitusikan tabungan domestik. Kedua, utang luar negeri digunakan untuk mempertahankan *overvalued currency* sehingga mempermudah impor untuk tujuan-tujuan yang tidak produktif. Keadaan ini banyak dialami oleh negara-negara Amerika Latin (Linwood Geiger, 1990). Ketiga, sebagian besar dana utang luar negeri sektor pemerintah dibelanjakan di negara kreditur bukan di

negara debitur, yakni untuk pembelian barang-barang yang harganya diluar kontrol negara penerima utang. Pembiayaan kehidupan mewah para birokrat asing yang mengelola pencairan utang, pembiayaan jasa-jasa konsultan asing yang mahal, pembiayaan pengapalan barang-barang dalam rangka utang luar negeri, dan pembiayaan kegiatan-kegiatan administrasi dan *public relation* adalah beberapa diantara variabel-variabel yang sulit untuk dikontrol (Hancock, 1989). Situasi ini jelas sangat mengurangi *net resource transfer* untuk kepentingan pertumbuhan ekonomi di negara penerima utang. Artinya, efektivitas utang luar negeri untuk tujuan peningkatan kapasitas produksi nasional menjadi semakin berkurang.

Keempat, pada waktu pembayaran cicilan dan bunga utang luar negeri sudah memberatkan, maka setiap pembayaran cicilan dan bunga utang luar negeri jelas mengalihkan dana yang dapat digunakan sebagai investasi

domestik akibat pembayaran ini. Sementara itu, ketidakpastian dan menurunnya insentif di kalangan investor swasta timbul jika berbarengan dengan ini terdapat pula akumulasi utang luar negeri yang masif nilainya dan menunggu pembayaran pada tahun-tahun yang akan datang. Ini mengandung implikasi mutlaknya diperlukan peringatan beban utang luar negeri (Kenen, 1990; Sachs, 1990). Kelima, pembayaran cicilan dan bunga utang luar negeri yang masif nilainya menjuruskan pemerintah di negara berkembang penghutang besar untuk mengintensifkan penerimaan pajak yang besar, yang kemungkinan akan menghambat kegiatan investasi dan menyebabkan pelarian modal.

KAJIAN UTANG LUAR NEGERI INDONESIA

Tidak terlalu banyak studi yang dilakukan oleh para ekonom dalam melihat utang luar negeri Indonesia, khususnya kaitan antara utang luar negeri dengan tabungan domestik dan investasi. Salah satunya adalah yang dilakukan oleh Arief dan Sasono (1987) yang mengambil periode kajian antara tahun 1970 sampai tahun 1986/87 dengan menggunakan model Hojman (1986), untuk melihat efek yang ditimbulkan oleh arus bersih modal asing yang masuk terhadap pemupukan investasi dan tabungan domestik. Model ini mereka gunakan karena arus bersih modal asing yang masuk digunakan sebagai variabel penentu terhadap besaran-besaran ekonomi makro. Hasil empiris regresi linear fungsi investasi domestik menunjukkan bahwa arus bersih modal asing yang masuk ke Indonesia tidak menimbulkan efek yang besar terhadap investasi domestik secara keseluruhan. Peranan positifnya yang kecil ini semata-mata disebabkan adanya penggunaan modal asing untuk membiayai *import content* dari investasi yang dilaksanakan, terutama di sektor negara dan sektor modern yang sangat tergantung kepada impor.

Berdasarkan fungsi tabungan domestik mereka memperoleh bahwa efek arus modal asing yang masuk terhadap tabungan domestik adalah negatif (- 0,9885). Dengan demikian ini berarti bahwa setiap satu dolar tambahan arus bersih modal asing yang masuk ke Indonesia telah mengakibatkan hampir senilai satu dolar potensi tabungan domestik yang tidak dapat menjadi kenyataan sebagai tabungan yang direalisasi (Arief dan Sasono, 1987). Arus bersih modal asing yang masuk ke Indonesia dalam periode yang diteliti ternyata telah mensubstitusikan tabungan domestik dan bukan menambahnya. Lebih lanjut mereka menjelaskan bahwa setidaknya-tidaknya ada dua penjelasan yang bisa diberikan dalam melihat sumbangan negatif modal asing dalam pemupukan tabungan domestik di negara-negara berkembang.

Pertama, yaitu penjelasan yang dikaitkan dengan pandangan *institutionalist - structuralist*, yang mengatakan bahwa masuknya modal asing telah banyak mengambil alih kegiatan-kegiatan yang paling menguntungkan dalam ekonomi sehingga kesempatan-kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan yang tinggi menjadi relatif langka. Kemudian terjadinya *crowding-out effect* sehingga tidak menggalakkan timbulnya potensi tabungan domestik untuk tujuan investasi, dan masuknya modal asing juga telah mendorong konsumsi barang-barang mewah disebabkan investasi asing yang masuk banyak digunakan untuk memproduksi barang-barang mewah untuk konsumsi golongan yang berpenghasilan tinggi. Dengan demikian terjadilah *demonstration effect* dalam artian negatif yang telah mengalihkan potensi tabungan menjadi konsumtif.

Kedua, yaitu kurangnya mobilisasi pembiayaan dan dana dalam negeri oleh pemerintah hal ini terjadi karena modal asing terus dapat diusahakan masuk untuk membiayai kegiatan-kegiatan pembangunan. Dan dalam hal ini yang paling pantas disalahkan adalah

pemerintah karena tidak adanya inisiatif ke arah itu.

Sedangkan mengenai peran modal asing dalam pertumbuhan ekonomi nasional mereka menemukan koefisien regresi yang negatif meskipun secara statistik tidak signifikan. Namun penemuan ini dengan jelas menolak hipotesis yang mengatakan bahwa modal asing mendorong pertumbuhan ekonomi. Karena efek pertumbuhan yang ditimbulkan oleh modal asing pada waktu masuk telah dikuras habis oleh arus keluar sumber-sumber nasional yang harus dilakukan sebagai akibat masuknya modal asing tersebut. Jadi, di satu sisi modal asing menimbulkan *growth promoting effect* dan di sisi lain menimbulkan proses yang bersifat *growth defeating*, sehingga secara neto efeknya adalah negatif.

Dengan demikian dari penjelasan diatas semakin jelas bahwa modal asing tidak berperan positif dalam pemupukan tabungan domestik di Indonesia.

Studi lain adalah yang dilakukan oleh Ikhsan seperti yang dilaporkan Kuntjoro-Jakti dan Ikhsan (1988) yang melihat adanya ancaman krisis dalam proses pembayaran utang luar negeri Indonesia. Berbagai indikator utang menunjukkan gejala kemunduran dalam kapasitas pembayaran utang luar negeri Indonesia untuk periode 1970-1987. Penyebab kemunduran kapasitas pembayaran beban utang luar negeri tersebut akan berbeda untuk masing-masing periode.

Dalam periode 1975-78, penyebabnya berasal dari krisis Pertamina yang nyaris membangkrutkan negara ini. tetapi dalam periode 1980-an, penyebabnya adalah gabungan dari faktor eksternal dan internal. Faktor eksternal yang menonjol adalah penurunan harga migas dan komoditi-komoditi utama Indonesia; adanya *currency realignment* diantara mata uang penting dan kenaikan tingkat bunga riil. Sedangkan faktor-faktor internal antara lain rendahnya tingkat mobilitas dana domestik; manajemen utang yang kurang baik; apresiasi

nilai efektif riil akibat manajemen pengendalian harga yang kurang baik, dan membesarnya defisit domestik APBN; terjadinya pelarian modal; memburuknya tingkat efisiensi investasi dan manajemen cadangan devisa yang kurang baik.

Studi lain yang menggunakan model logit (Kuntjoro-Jakti dan Ikhsan, 1988) menunjukkan bahwa probabilita penjadwalan utang luar negeri Indonesia tahun 1988 mencapai 0,96, atau sedikit membaik dibandingkan dengan tahun 1987 yang mencapai 0,97. Perbaikan ini disebabkan faktor-faktor yang menunjukkan solvabilitas perekonomian Indonesia dalam pembiayaan pembayaran utang mengalami perbaikan, meskipun *debt service ratio (DSR)* yang mencerminkan likuiditas perekonomian Indonesia semakin memburuk.

Namun demikian untuk periode 1980-1987, rasio utang-output cenderung meningkat (Ikhsan, Basri dan Basri, 1993). Terdapat sekurang-kurangnya lima komponen yang mempunyai kontribusi terhadap kenaikan utang luar negeri Indonesia, yaitu: pertama, kecenderungan peningkatan defisit transaksi berjalan. Tampaknya kenaikan defisit transaksi berjalan yang terjadi bukan disebabkan memburuknya *resource balance*, tapi defisit ini semata-mata disebabkan oleh meningkatnya biaya bunga utang luar negeri Indonesia. Peningkatan biaya bunga utang ini disebabkan oleh peningkatan komponen utang komersial dalam komposisi utang pemerintah dan juga peningkatan utang swasta.

Kedua, terjadinya kecenderungan pelarian modal dari Indonesia. Kecenderungan pelarian modal ini sebetulnya merupakan salah satu masalah yang hangat dibicarakan dalam tahun-tahun belakangan ini. Tidak ada satupun metoda yang dapat memperkirakan besarnya pelarian modal secara sempurna karena nilainya sangat tergantung bagaimana kita mendefinisikan pelarian modal tersebut. Namun peningkatan pelarian modal selama periode pasca deregulasi sedikit mengherankan mengingat kondisi makro ekonomi sangat baik selama

periode 1988-1990. Kemungkinan faktor yang mendorong terjadinya pelarian modal tersebut adalah ekspektasi terhadap terjadinya perubahan suhu politik dalam negeri, serta keadaan sektor riil yang *over-protected* dan kelangkaan dalam sisi *supply* yang mendorong investor menunda atau memindahkan lokasi investasinya ke luar negeri.

Ketiga, seperti telah disinggung diatas, adalah terjadinya *currency realignment* antar mata uang kuat setelah melemahnya US\$ terhadap mata uang kuat lainnya khususnya DM dan Yen. Masalah ini sebenarnya bisa dikurangi dampaknya jika komposisi mata uang ekspor dan cadangan devisa tidak banyak berbeda dengan komposisi utang luar negeri. Kenyataannya hampir 85% pendapatan ekspor Indonesia diterima dalam dolar sementara hanya 28% saja utang Indonesia dalam dolar. Dan dampak ini juga bisa diminimalisasi dengan melakukan *currency swap* oleh pihak otoritas moneter terhadap utang luar negeri Indonesia.

Keempat, adalah akumulasi cadangan devisa khususnya yang dikelola oleh otoritas moneter. Akumulasi ini penting dilakukan oleh pemerintah dalam rangka berjaga-jaga menghadapi langkah spekulasi yang dilakukan oleh sekelompok agen ekonomi yang ingin mendapatkan *gain* dari perubahan nilai tukar. Akumulasi cadangan devisa dengan menggunakan utang luar negeri tentunya mempunyai biaya yang besar tidak hanya dilihat dari biaya bunga yang tinggi tetapi juga dilihat dari dampak perubahan nilai tukar yang kian tidak menentu.

Kelima, terdapat korelasi yang positif antara peningkatan rasio utang output dengan defisit APBN. Defisit APBN mendorong peningkatan kebutuhan pembiayaan defisit yang umumnya berasal dari utang luar negeri (Sadiq, 1991).

Studi lain adalah yang dilakukan oleh Kuncoro (1988) yang melihat dampak arus modal asing terhadap pertumbuhan ekonomi dan tabungan domestik untuk periode 1969-

1984. Hasil studinya menyimpulkan bahwa bantuan luar negeri membawa dampak langsung dan dampak total yang negatif bagi pertumbuhan ekonomi. Hasil ini mengungkapkan ketidakefektifan penggunaan bantuan luar negeri dan kekurangtepatan pemilihan sumber utang selama periode yang diamati. Disisi lain dampak langsung bantuan luar negeri yang negatif terhadap tabungan domestik menunjukkan bahwa bantuan luar negeri telah berperan sebagai substitusi tabungan domestik. Namun, dampak bantuan luar negeri yang positif bagi tabungan domestik memberikan indikasi adanya kenaikan proporsi tabungan dari golongan masyarakat yang memperoleh kenaikan pendapatan.

Sementara itu dalam studi yang sama juga terlihat bahwa peran investasi asing belum begitu nyata bagi pertumbuhan ekonomi maupun tabungan domestik. Sebagian disebabkan adanya korelasi yang erat antara investasi asing dengan bantuan luar negeri, yang berarti bahwa masuknya bantuan luar negeri selalu dibarengi dengan masuknya investasi asing. Sedangkan kontribusi ekspor terhadap pertumbuhan ekonomi dan tabungan domestik begitu signifikan. Hanya saja dampak langsung ekspor terhadap pertumbuhan ekonomi yang negatif memberikan indikasi masih besarnya kandungan impor dari komoditas ekspor Indonesia, rendahnya efek kaitan ke belakang dan manfaat eksternal dari penanaman modal di sektor ekspor. Studi ini juga menunjukkan bahwa tabungan domestik merupakan sumber pertumbuhan ekonomi yang utama yang kemudian di susul oleh investasi asing.

Studi yang paling akhir tentang utang luar negeri Indonesia adalah yang dilakukan oleh Radelet (1995) dengan menggunakan analisis deskriptif. Dalam kajiannya dia mengemukakan adanya "*triple shock*" skenario yang menyebabkan terjadinya '*negative external shock*'. Ketiga faktor tersebut adalah, pertama, menurunnya laju pertumbuhan ekspor sebesar 4%, kedua, terjadinya kenaikan tingkat bunga sebesar 2%, dan ketiga yakni

terapresiasinya yen terhadap dolar sebesar 20%. Dia juga memproyeksikan bahwa DSR akan meningkat dari 33% pada tahun 1993 menjadi 45% pada tahun 1998. Dia memperkirakan Indonesia akan mengalami krisis utang luar negeri yang parah dalam waktu dekat ini. Dan dari hasil temuan diatas Radelet menyarankan agar pemerintah mengambil langkah-langkah dalam mengatasi masalah tersebut, yang antara lain adalah agar pemerintah menghindari investasi di sektor-sektor industri tertentu khususnya dalam industri yang menggunakan tingkat teknologi tinggi serta *capital intensive*.

Namun studi ini mendapat bantahan yang cukup hebat dari McLeod (1996), yang menolak bahwa Indonesia akan mengalami krisis utang luar negeri yang parah. Dia berargumen bahwa diagnosis yang dilakukan oleh Radelet adalah salah karena dua kesalahan analisis. Pertama, yakni krisis utang luar negerilah yang semestinya menjadi fokus kajian Radelet dan bukan krisis nilai tukar seperti dalam studinya. Kedua, DSR yang digunakan sebagai indikator bukanlah mencerminkan apa yang sesungguhnya akan terjadi. Semestinya, indikator yang lebih baik yang digunakan oleh Radelet adalah *ratio public sectors* terhadap GDP karena indikator ini lebih realistis.

DAFTAR PUSTAKA

- Alun, Tawang, "Analisa Ekonomi Utang Luar Negeri", LP3ES, Jakarta 1992.
- Arief, Sritua, "Teori Dan Kebijakan Pembangunan", Cides, 1998.
- Arief, Sritua dan Adi Sasono, "Ketertanggung dan Keterbelakangan", LSP, Jakarta, 1984.
- , "Modal Asing, Beban Utang Luar Negeri dan Ekonomi Indonesia," UI Press, Jakarta, 1987.
- Chenery, Hoolis B. and Nicholas G. Carter, "Foreign Assistance and Development Performance 1960-1970", American Economic Review, Vol. 63. No. 2. 1973.
- , and M. Bruno, "Development Alternative in an Open Economy: The Case of IIsrael," Economic Journal, No. 3. 1962.
- Cooper, Richard N., "Is Growth Developing Countries Beneficial to Industrial Countries", Annual World Bank Conference on Development Economics 1995.
- Eaton, J and Mark Gersovitz, "LDC Participating in International Financial Markets: Debt and Reserve," Journal of Development Economics, Vol. 7. 1980.
- , and Lance Taylor, "Developing Country Finance and Debt," Journal of Developing Economics, Vol. 22. 1986.
- Edward, Sebastian, "Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation", American Economic Review, Vol 74. 1984.
- Feder, Gershon, "Economic Growth, Foreign Loans and Debt Servicing Capacity of Developing Countries", Journal of Development Studies, Vol. 16. 1980.
- , On Export and Economic Growth", Journal of Development Economics, Vol. 12. 1983.
- , and Richard E. Just, "A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis", Journal of Development Economics, Vol. 4. 1980.
- Frank, Larence and William R. Cline, "Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis", Journal of International Economics, Vol. 1. 1971.
- Griffin, Keith and J. L. Enos, "Foreign Assistance: Objective and Consececes", Economic Development and Culture Change, Vol. 18. 1970.
- Grinols, E and J. Bhagwati, "Foreign Capital Saving and Dependence", Review of Economics and Statistics, Vol. 61. 1979.

- Hanson, James A., "Optimal International Borrowing and Lending", *American Economic Review*, Vol. 64. 1974.
- Ikhsan. Moh, Faisal H. Basri dan Moh. Chotib Basri, "Tinjauan Triwulan Ekonomi Perekonomian Indonesia", *Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 41. No. 3. 1993.
- International Monetary Fund, "Financial Statistics" Berbagai edisi.
- Kuncoro, Mudrajat, "Dampak Arus Modal Asing Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Dan Tabungan Domestik" *Prisma*, No. 9, 1989.
- Kuntjoro-Jakti, Dorodjatun dan Moh. Ikhsan, "Masalah Utang Luar Negeri Negara Berkembang dan Indonesia", *LPEM, FE – UI*, 1989.
- Lee, Jungsoo, "The External Debt Servicing Capacity of Asian Developments Countries", *Asian Development Review*, Vol. 2. No. 2. 1983.
- Leff, N. H., "Dependency Rates and Saving Rates", *American Economic Review*, Vol. 59. No. 5. 1969.
- Mc Donald, D.C., "Debt, Capacity and Developing Country Borrowing: A Survey of Literature", *IMF Staff Paper*, Vol. 29. 1982.
- McLeod, Ross H., "Indonesia Foreign Debt", in Ross H. McLeod (ed.), *Indonesian Assessment 1994: Finance as Key Sector in Indonesia's Development*, Research School of Pacific and Asian Studies, Canberra and Institute of Southeast Asia Studies, Singapore.
- , "Indonesia Foreign Debt: A Comment", *Bulletin of Indonesia Economic Studies*, Vol. 32. No. 2. 1996.
- Mariakasih, Frans Kho, "Praktek dan Teori Pembangunan Ketergantungan", *Analisa*, CSIS, No. 9. 1982.
- Michalopoulos, C., "Private, Direct Investment, Finance and Development", *Asia Development Review*, Vol. 3. No. 2. 1985.
- Papanek, G. F., "The Effect of Aid and Other Resource Transfers on Savings and Growth in Less Developed Countries", *Economic Journal*, Vol. 82. No. 327. 1972.
- Radelet, Steven, "Indonesian Foreign Debt: Headed for Crisis or Financing Sustainable Growth", *Bulletin of Indonesia Economic Studies*, Vol. 3. No. 3. 1995.
- , "Indonesian Foreign Debt: A Reply", *Bulletin of Indonesia Economic Studies*, Vol. 32. No. 2. 1996.
- Rana, Pradumma B, "Foreign Direct Investment and Economic Growth in the Asia and Pacific Region", *Asian Development Review*, Vol. 5. No. 1. 1987.
- Taylor, Mark P. and Lucio Sarmo, "Capital Flow to Developing Countries: Long and Short Term Determinants", *The World Bank Economic Review*, Vol. 11. No. 3. 1997.
- Todaro, Michael P., "Economic Development in the Third World", Longman, 1987.
- World Bank, "World Debt Tables", Berbagai Tahun.