

## BAB II

### HYMAN P. MINSKY DAN HIPOTESA KETAK-STABILAN KEWANGAN

#### 2.0 Pengenalan

Meskipun kerapuhan dan ketak-stabilan sistem kewangan Indonesia dan beberapa negara Asia lainnya penting dalam menjelaskan mengapa krisis kewangan tersebut boleh berlaku, ianya belum mencukupi untuk memberikan pemahaman yang memadai mengenai bagaimana krisis tersebut dapat terjadi apabila asas pertumbuhan ekonomi adalah cukup tinggi. Selain itu, wujud pertanyaan mengapa krisis sedemikian semakin kerap berlaku dengan kesan yang begitu dahsyat. Apakah sistem perekonomian yang kita nikmati selama ini tidak dapat mencegah kewujudan krisis ekonomi?

Hyman P. Minsky telah menawarkan suatu hipotesa dan hujah dalam menjawab pertanyaan tersebut, yang seperti dijelaskan sebelumnya, mungkin sangat berbeza dengan fahaman pakar-pakar ekonomi lainnya. Berikut ini akan diberikan gambaran ringkas mengenai hipotesa atau hujah-hujah yang diajukan oleh Minsky tersebut, dimana ianya akan dikelompokkan kedalam beberapa pokok bahasan agar sesuai dengan maksud kertas kerja ini:

## **2.1 Kerapuhan Kewangan (*financial fragility*) yang Bersifat Dalaman (*Endogen*)**

Kerapuhan dan ketak-stabilan sistem kewangan dan potensinya dalam menjelaskan krisis kewangan secara umum merupakan suatu topik yang menarik minat banyak pakar ekonomi. Hyman P. Minsky (1972, 1977a, 1977b, 1980) memberikan hujah yang cukup kontroversi bahawa kerapuhan daripada sistem kewangan (*financial fragility*) merupakan suatu hal yang normal dari berjalannya suatu sistem ekonomi kapitalis. Dalam sebuah tulisannya, Minsky (1972) mengatakan bahawa:

*“It turns out that the fundamental instability of a capitalist economy is a tendency to explode - to enter into a boom or ‘euphoric’ state”.*

Menurut Minsky, gelagat perekonomian kapitalis apakah akan mengarah kepada ketak-stabilan kewangan atau tidak, bergantung kepada hubungan institusional dalam perekonomian tersebut, struktur dan interaksi keterkaitan kewangan sediada dan sejarah dari sistem ekonomi itu sendiri<sup>v</sup>. Pada masa ini, sistem perekonomian kapitalis yang dimaksudkan akan lebih mudah dipahami apabila dilihat dalam sudut pandang paradigma ekonomi ‘Wall Street’<sup>vi</sup>.

Mengikut sudut pandang diatas, perekonomian kapitalis mempunyai keterkaitan yang sangat kuat dalam keputusan pelaburan, pembiayaan pelaburan, tingkat keuntungan dan komitmen dalam pemenuhan kewajiban terhadap kontrak-kontrak pembiayaan serta hutang-hutang yang terjadi. Prestasi setiap saat dari perekonomian ini tergantung sepenuhnya kepada keberhasilan peminjam (*debtors*) dalam memenuhi atau membayar kewajiban-kewajiban kewangannya, keberhasilan dalam mendapatkan suatu kontrak pinjaman atau pembiayaan, baik pinjaman pembiayaan baru atau perpanjangan pinjaman pembiayaan sediada serta jangkaan kemampuan setiap peminjam tersebut dalam memenuhi komitmen-komitmen atau pinjaman-pinjamannya di masa mendatang<sup>vii</sup>.

Menurut Minsky, sejalan dengan perkembangan aktiviti perekonomian semasa akan nampak adanya suatu anjakan daripada sistem kewangan yang relatif kuat (*robust*) kepada yang lebih labil dan rapuh (*fragile*). Ini disebutkan oleh Minsky sebagai kerapuhan sistemik atau “*sistemic fragility*” (Minsky 1977b). Keadaan ini merupakan sesuatu yang bersifat *endogenous dalam* dan tidak bergantung kepada faktor-faktor luaran sahaja, meskipun faktor-faktor luaran tersebut mungkin dapat bertindak sebagai pencetus (*trigger*) bagi mewujudkan satu anjakan. Minsky menyebutkan (Minsky 1977b):

*“Sistemic fragility means that the development of a fragile financial structure results from the normal functioning of our economy; financial fragility and thus the susceptibility of our economy to disruption is not due to either accidents or policy errors. Therefore a theory of systemic fragility endeavors to explain why our economy endogenously develops fragile or crisis prone financial structures. Once fragile financial structures exist, the incoherent behavior characteristic of a financial crisis can develop. Incoherent behavior occurs when the reaction to a disturbance amplifies rather than dampens the initial disturbance””*

Selanjutnya, Minsky mengatakan bahawa hipotesa ketak-stabilan kewangan yang diajukannya memiliki dua buah teorema, iaitu: (Minsky 1992):

*“The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable, and financing regimes in which it is unstable. The second theorem is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system”*

## 2.2 Determinan Sistem Kewangan yang Kuat atau Rapuh

Dalam pembahasan diatas telah disebutkan bahawa Minsky yakin bahawa sistem kewangan boleh mengarah dan beranjak menuju suatu sistem kewangan yang rapuh dan tak stabil. Untuk itu, perlu diketahui apakah determinan daripada suatu sistem kewangan yang kuat dan rapuh, serta faktor-faktor apa sahaja yang boleh memberi tanda bahawa suatu sistem kewangan beranjak menuju ketak-stabilan. Dalam menjawab hal ini, Minsky (1972, 1977b) mengatakan bahawa terdapat tiga faktor yang dapat dilihat sebagai penyebab terjadinya

anjakan kepada ketak-stabilan kewangan, iaitu: (i) campuran dari pembiayaan hedge, spekulatif dan ponzi; (ii) proporsi atau kesetaraan/ keseimbangan jumlah uang kas dengan kas dalam suatu portfolio pelaburan dan, (iii) sejauh mana pelaburan sediada dibiayai oleh hutang<sup>viii</sup>.

Walaubagaimanapun, Minsky tidak memberikan suatu model atau analisa kuantitatif yang mengukur pembahagian faktor-faktor penentu tersebut. Ini menyebabkan kesukaran dalam menggolongkan dengan pasti suatu sistem kewangan samada ianya termasuk dalam ciri-ciri kuat atau rapuh. Beberapa pakar ekonomi telah menyinggung hal ini dengan kritikan bahawa hipotesa Minsky ini sememangnya sukar untuk diukur (lihat bahagian 2.1)

Seperti disebutkan diatas, salah satu faktor penentu kekuatan atau kerapuhan daripada sistem kewangan adalah ciri-ciri pembiayaan pelaburan yang dilakukan. Sistem kewangan dikatakan mengarah kepada kerapuhan dan ketak-stabilan sekiranya terdapat perubahan dalam kaedah pembiayaan suatu pelaburan dalam sistem perekonomian sediada. Ianya merupakan pembiayaan yang berdasarkan '*hedge financing*' menuju '*speculative financing*' dan akhirnya mengarah kepada '*ponzi financing*'. '*Hedge financing*' ialah pembiayaan suatu investasi dengan posisi *cash-flow* yang positif. *Speculative financing* ialah pembiayaan dengan *cash-flow* yang masih positif tetapi sangat sensitif terhadap faktor-faktor luaran yang mungkin mengganggu. '*Ponzi financing*' ialah pembiayaan secara '*ponzi*' iaitu dengan posisi *cash flow* yang negatif<sup>x</sup>; atau terus menerus mencari hutang baru atau memperpanjang (*roll over*) hutang lama.

Anjakan sistem kewangan yang semakin rapuh tersebut berlaku dalam suatu kitaran perekonomian tertentu. Perubahan yang terjadi dalam tahapan kitaran ekonomi tersebut berjalan bersamaan dengan perubahan dalam kaedah pembiayaan pelaburan serta perubahan dalam jangkaan atau harapan keuntungan (*profit*) yang mungkin diperolehi. Jangkaan terhadap keuntungan di masa hadapan ini sememangnya amatlah penting dalam hipotesa Minsky ini kerana ianya merupakan dasar suatu keputusan pembiayaan pelaburan. Menurut Minsky (1978):

*"A capitalist economy only works well as an investing economy, for investment generates profits. Profit expectations make debt financing possible and help determine the demand for investment output. Investment takes place because it is expected that capital assets will yield profits in the future, but these future profits will be forthcoming only if future investment takes place. Profits are the carrot and the stick that make capitalism work"*

Suatu sistem perekonomian selalunya memiliki hubungkait antara keputusan-keputusan pembiayaan pelaburan yang dibuat pada masa lalu, masa ini dan masa hadapan. Petunjuk yang digunakan untuk menunjukkan bagaimana hubungkait tersebut selalu konsisten dan stabil ialah kadar keuntungan. Keuntungan yang diperolehi dari pelaburan masa kini digunakan untuk membayar kewajipan-kewajipan atau kontrak-kontrak kewangan yang dibuat pada masa lalu dan membentuk jangkaan terhadap kemungkinan keuntungan yang akan diperolehi pada masa hadapan dari keputusan pembiayaan pelaburan yang dibuat pada masa kini. Dalam sistem perekonomian sebegini, kegagalan dalam memenuhi suatu kewajiban atau kontrak kewangan pada masa kini, apalagi dalam jumlah yang besar dapat membawa ‘kesan domino’ melalui perubahan terhadap jangkaan keuntungan di masa hadapan.

### **2.3 Anjakan Menuju Ketak-stabilan Kewangan: Kitaran Minsky-Kindleberger**

Dalam hipotesa ketak-stabilan kewangan Minsky, faktor-faktor yang bersifat *endogenous* merupakan asas terjadinya anjakan sistem kewangan menuju kerapuhan dan ketak-stabilan<sup>x</sup> dimana ianya berlaku dalam suatu kitaran ekonomi tertentu. Menurut Minsky (1972):

*"Every disaster, financial or otherwise, is compounded out of initial displacement or shocks, structural characteristics of the sistem, and human error. The theory developed here argues that the structural characteristics of the financial sistem change during periods of prolonged expansion and economic boom and that these changes cumulate to decrease the domain of stability of the sistem. Thus, after an expansion has been in progress for some time, an event that is not of unusual size or duration can trigger a sharp financial reaction"*

Kindleberger (1978) telah mengembangkan suatu model kitaran berasaskan hipotesa Minsky. Beliau yakin bahawa model kitaran sebegini dapat menjelaskan terjadinya berbagai krisis kewangan yang telah berlaku sejak berabad-abad dahulu. Kebiasaannya, model kitaran berawal daripada suatu perubahan pada sistem ekonomi yang membawa perekonomian berkembang pesat menuju suatu ‘boom’ atau ‘euphoria’/ kegairahan yang berlebihan. Pada suatu titik puncak tertentu, terdapat suatu keraguan bahawa ianya tidak sehebat yang dijangkakan. Pada situasi tersebut, suatu kejutan yang terjadi, walaupun seringkali hanya berupa kejutan kecil sahaja, dapat membawa implikasi kepada krisis kewangan/ ekonomi. Dalam keadaan krisis mulai bermula, apabila pemerintah atau bank pusat tidak menolong dalam bentuk campur tangan dalam menopang harga-harga asset kewangan serta jangkaan keuntungan, perekonomian akan jatuh dalam suatu resesi atau kejatuhan ekonomi yang berkepanjangan.

Secara ringkasnya, rangkaian kitaran yang dimaksudkan ialah (Kindleberger 1999, Minsky 1972, Vesseth 1999):

- a) **‘Displacement’ atau perubahan awal.** Perubahan awal yang wujud ialah dalam bentuk real atau finansial. Ianya mungkin suatu kejadian tertentu, pengeluaran suatu kebijaksanaan atau akibat-akibat kesan suatu kebijaksanaan, suatu penemuan tertentu yang membawa akibat luas atau hanya suatu kesalahan manusia sahaja, namun memiliki dampak yang sangat signifikan. Perubahan awal ini mengakibatkan perubahan dalam domain stabiliti suatu sistem kewangan.
- b) **Ekspansi atau ‘boom’.** Pada tahap ini ekonomi telah tumbuh disertai oleh pelaburan yang meningkat pesat. Pembiayaan kewangan untuk pelaburan menjadi mudah didapati dimana terdapat peningkatan sumber-sumber kewangan melalui berbagai lembaga kewangan, baik domestik ataupun sumber kewangan dari luar negeri.
- c) **‘Euphoria’ atau kegairahan.** Tahap ini hampir sama seperti yang digambarkan oleh Adam Smith sebagai ‘*over-trading*’ (Kindleberger 1978). Pada tahap ini terdapat kegairahan dan keyakinan yang berlebihan terhadap prestasi ekonomi dan jangkaan

keuntungan di masa hadapan. Dalam sistem kewangan komposisi pembiayaan pelaburan telah berubah menjadi *speculative* dan *hedge financing* serta tingkat marjin keamanan dalam pemberian pinjaman telah semakin berkurangan.

- d) '*Distress*' atau timbulnya kecurigaan terhadap prestasi ekonomi sebenar. Pada tahap ini pelaku ekonomi mulai menaruh rasa curiga terhadap prestasi perekonomian atau sistem kewangan bahawa ianya tidaklah sehebat seperti yang dijangkakan. Jangka masa daripada tahapan ini bergantung pada prestasi ekonomi sebenar dan tindakan yang diambil oleh pemerintah/bank pusat. Apabila ekonomi terus berkembang, maka tahap ini akan hilang dan hanya merupakan gangguan kecil daripada perasaan gairah yang ada.
- e) '*Revulsion*' / '*Discredit*' / '*Burst*' atau kepanikan. Pada tahap ini terjadi suatu perubahan yang mendadak iaitu daripada keyakinan atau kegairahan menuju kepanikan oleh para pelaku pasaran berdasarkan maklumat baru atau suatu kejadian tertentu yang mempunyai kemungkinan akan mempengaruhi prestasi ekonomi di masa hadapan. Bentuk kepanikan sebegini dapat wujud dalam bentuk kejatuhan harga asset kewangan, seperti harga saham, nilai tukaran mata wang asing, surat hutang dan sebagainya.
- f) '*Crisis*' atau kejatuhan ekonomi. Pada tahapan ini prestasi ekonomi telah jatuh, keyakinan telah hilang dan ekonomi mengalami kemelesetan. Seberapa lama dan hebatnya kesan daripada kejatuhan ini bergantung kepada campur tangan pemerintah atau bank pusat, seberapa cepat ianya dilakukan dan seberapa efektif campur tangan tersebut dilaksanakan serta tindakan-tindakan lain yang diambil dalam usaha menjana kembali pertumbuhan ekonomi.

Menurut Minsky, tahapan dalam kitaran tersebut dapat terjadi tanpa disebabkan terjadinya suatu kejutan luaran. Faktor-faktor dalaman dan dinamika interaksi internal dalam sistem kewangan tersebut telah mencukupi untuk membuat kitaran tersebut terjadi.

Menurut Minsky (1992):

*"The financial instability hypothesis is a model of a capitalist economy which does not rely upon exogenous shocks to generate business cycles of varying severity. The hypothesis holds that business cycles of history are compounded out of (i) the internal dynamics of capitalist economy, and (ii) the system of interventions and regulations that are designed to keep the economy operating within reasonable bounds"*

Dalam pendapat yang diberikannya mengenai krisis kewangan yang terjadi Amerika Syarikat pada tahun 1966, 1969-1970 dan 1974-1975, Minsky (1977b) mengatakan:

*"To put my argument bluntly, the incipient financial crises of 1966, 1969-1970, and 1974-1975 were neither accidents nor the result of policy error, but the result of the normal functioning of our particular economy. The cumulative changes that occurred in the financial structure over 1945-1965 resulted from profit-seeking activity in our economy, an economy that uses decentralized markets not only to produce and distribute but also to deal in capital assets and finance investment. As a result of normal market behavior in the extraordinarily robust financial structure inherited from WW II, in which a financial crisis was a virtual impossibility, was transformed into the fragile structure we now have, in which the periodic triggering of a financial crisis is well high certain"*

Walaubagaimanapun, harus difahami bahawa kitaran tersebut bukan hanya merupakan hubungan yang sederhana dari masing-masing tahapan. Ianya merupakan sesuatu yang penuh dinamika. Boleh jadi suatu tahapan dalam kitaran tersebut terjadi dalam waktu yang sangat singkat dan terus diikuti oleh tahapan berikutnya. Terlebih lagi, boleh jadi dalam suatu tahap kitaran, misalnya didalam tahap *euphoria*, terjadi suatu kepanikan kewangan yang dapat menjurus kepada krisis, namun dengan tindakan bank pusat yang berhasil mengatasinya, tahap *euphoria* tersebut bermula lagi bahkan mungkin dengan rasa gairah yang semakin kuat. Kitaran tersebut juga mungkin berbeza-beza didalam negeri yang berbeza, kerana ianya dipengaruhi juga oleh karakter nasional, sejarah sistem kewangan, gelagat dan tingkah laku masyarakatnya, dan hal-hal lainnya (Kinleberger 1987).

## **2.4 Perubahan Awal (*Displacement*) dan Ekspansi Ekonomi**

Seperti disebutkan diatas, tahapan yang pertama dari kitaran Minskian-Kindleberger ialah *displacement* atau perubahan awal. Meskipun perubahan awal ini boleh terjadi dalam berbagai macam bentuk/ wujud, suatu hal yang pasti bahawa ianya membawa kesan terhadap perubahan jangkaan keuntungan daripada aktiviti-aktiviti ekonomi/ pelaburan sediada yang mungkin diperolehi di masa hadapan

Perubahan jangkaan keuntungan di masa hadapan ini akan membawa kesan kepada sistem kewangan melalui kegiatan pembiayaan pelaburan yang meningkat, meskipun pada akhirnya memungkinkan untuk menjadikan sistem kewangan tersebut menjadi tak stabil. Jangkaan terhadap keuntungan yang tinggi lazimnya akan diikuti dengan peningkatan kegiatan pelaburan yang pada akhirnya juga meningkatkan permintaan kepada pembiayaan kewangannya. Dengan itu, perubahan awal (*displacement*) pada perekonomian ini merupakan permulaan dari suatu ekspansi ekonomi dan kitaran di masa hadapan.

Kesan daripada perubahan awal diatas ialah terjadinya suatu ekspansi (*boom*) ekonomi yang pesat dan pusatnya ialah ekspansi kegiatan pelaburan. Dalam waktu yang relatif singkat, ekspansi ekonomi dapat berterusan menjadi suatu '*euphoria*', terutama bila sistem kewangan dapat terus menyokong pertambahan permintaan pembiayaan kewangan untuk pelaburan.

## **2.5 Kegairahan Ekonomi (*Euphoria*)**

Setelah tahap ekspansi, keyakinan yang berlebihan atau kegairahan terhadap prestasi ekonomi sediada akan wujud. Pada tahap kitaran ini, Minsky (1972) telah menjelaskan bahawa ekspansi atau kegairahan yang berlebihan dalam aktiviti ekonomi, khasnya pelaburan dapat membawa akibat kepada ketak-stabilan kewangan, sekurang-kurangnya melalui tiga cara, iaitu: (1) Meningkatkan harga modal atau asset kewangan; (2) Membolehkan pembiayaan kewangan pelaburan yang sebelumnya dimasukkan dalam

golongan pembiayaan berisiko tinggi dan; (3) Menerima kadar faedah/ keuntungan pembiayaan pelaburan yang lebih rendah, yang sebelumnya tidak akan disetujui kerana kadar faedah/ keuntungan tersebut terlalu rendah.

Guttentag dan Herring (1986) menjelaskan bahawa dalam keadaan kegairahan sebegini wujud suatu keadaan '*disaster myopia*' iaitu ketak-nampakan kemungkinan terjadinya suatu bencana atau kecenderungan untuk mengecilkan kemungkinan terjadinya suatu kejutan. Dengan berjalannya waktu yang semakin jauh dari kejutan yang pernah terjadi sebelumnya, kecenderungan ini akan semakin meningkat, dan lama kelamaan kemungkinan terjadinya kejutan tersebut akan dilupakan begitu sahaja. Menurut Guttentag dan Herring (1986):

*"Disaster myopia leads decision makers to allow the shock exposure of their firms to rise and the ability of their firms to withstand shocks to decline. In consequence, insolvency exposure grows as the period since the last shock lengthens. If this pattern is widespread among firms, the entire sistem becomes more vulnerable to shocks and to a possible financial crisis"*

Faktor-faktor psikologi ternyata sangat penting dalam menjelaskan mengapa dalam suatu kegairahan ekonomi, kemungkinan wujudnya suatu kejutan mudah dilupakan begitu sahaja. Ianya juga penting untuk menjelaskan tingkah laku dalam pasaran kewangan. Tversky and Kahneman (1982 disebut dalam Guttentag dan Herring 1986) menjelaskan suatu keadaan yang disebutnya sebagai '*availability heuristic*', iaitu apabila suatu kejadian atau kejutan itu jarang sekali berlaku, terlebih lagi apabila kejadian atau kejutan yang terakhir kali telah lama terjadi, maka ianya akan dikesampingkan kemungkinannya<sup>xi</sup>. Simmon (1978 disebut dalam Guttentag dan Herring 1986) mengemukakan teori '*threshold heuristic*' yang mengatakan apabila kemungkinan terjadinya suatu kejadian (atau kejutan) amat kecil sekali, maka ianya akan diperlakukan atau dianggap sebagai tak wujud (*when a probability reaches some critically low level, it is treated as if it were zero*).

Menurut Guttentag dan Herring selanjutnya (1986), terdapat beberapa kemungkinan yang menyebabkan kemungkinan terjadinya '*disaster myopia*' dan kemungkinan terjadinya suatu ketak-stabilan kewangan yang dapat menyebabkan kejatuhan ekonomi. Antara lain

merupakan kepercayaan pelaku pasaran kewangan bahawa mereka dapat mengurangkan risiko (*exposure*) secara cepat dengan kos yang rendah apabila secara tiba-tiba terdapat peningkatan kemungkinan terjadinya suatu krisis.

Faktor lainnya ialah kepercayaan pelaku pasaran bahawa pemerintah akan campur tangan memberikan bantuan dan ini menyebabkan wujudnya suatu '*moral hazard*'. Dalam pasaran kewangan antarabangsa, kepercayaan bahawa akan ada sebuah lembaga kewangan memberikan bantuan kewangan sebagai *lender of last resort* juga menyebabkan terjadinya *moral hazard* (lihat juga Taylor 1998). Sistem pemberian gaji dan mekanisme pampasan (*compensation mechanism*) yang berdasarkan pada prestasi jangka pendek pekerja atau pengurus dari lembaga kewangan sediada juga boleh merupakan latar belakang terjadinya krisis kewangan.

Mishkin (2000) yakin bahawa kejadian '*moral hazard*' dan juga '*adverse selection*' ialah bahagian daripada suatu masalah informasi yang tidak simetris (*assymmetric information*) yang mengakibatkan krisis kewangan semakin teruk. Masalah *assymmetric information* ini merupakan risiko sistemik yang boleh mengakibatkan krisis kewangan terjadi melalui penurunan daripada kualiti sistem kewangan sediada. Permasalahan *assymmetric information* ini disebutkan oleh Fazzari dan Variato (1994 disebut dalam Fazzari 1999) dan juga Nasica (2000) untuk melengkapi hipotesa Minsky dalam hal hubungkait antara pelaburan dengan pembiayaan.

Mishkin juga yakin bahawa krisis kewangan yang terjadi di Asia Timur serta di Chile dan Mexico disebabkan oleh risiko sistemik yang terjadi. Ianya disebabkan kerana terlalu banyaknya pinjaman (*lending boom*) setelah program keterbukaan sektor kewangan dilaksanakan. Seperti juga Guttentag dan Herring, disamping faktor '*moral hazard*', Mishkin (2000) mengatakan bahawa kurangnya kepakaran dan kefahaman atas risiko daripada pengurus lembaga kewangan serta juga sistem pengaturan dan pengawasan lembaga-lembaga kewangan yang kurang berkesan turut menyumbang terjadinya krisis kewangan.

Dalam kegairahan (*euphoric*) tersebut, lembaga kewangan berlumba-lumba memberikan pinjaman kewangan dan berusaha mendapatkan keuntungan daripada kegiatan pembiayaan kewangan tersebut. Mengikut kaedah ilmu kewangan diketahui bahawa terdapat *trade-off* antara risiko dan keuntungan yang mungkin diperolehi<sup>xii</sup> (lihat Kitchen 1986). Keuntungan yang tinggi kebiasaannya memiliki kadar risiko yang tinggi pula, demikian juga sebaliknya. Oleh itu, perlumbaan mendapatkan keuntungan setinggi-tingginya tersebut menghasilkan kepemilikan risiko yang semakin tinggi. Selama kegairahan masih terus terjadi, lembaga kewangan yang '*prudent*' atau hati-hati dalam memberikan pinjaman akan tertekan dan mempunyai kadar keuntungan yang relatif rendah dibandingkan dengan lembaga kewangan lain yang lebih agresif.

Dalam tahapan kegairahan ini, pasaran kewangan menjadi murah hati dalam memberikan pinjaman kewangan. Pemberi pinjaman (*creditors*) akan mempermudah syarat-syarat pemberian pinjaman dengan kadar faedah yang semakin kecil. Keadaan ini dapat menjurus kepada sindroma terlalu banyaknya pemberian pinjaman yang ada (*over-lending*) ataupun terlalu banyaknya permintaan terhadap pinjaman (*over borrowing*), mirip dengan hujah yang diberikan oleh McKinnon<sup>xiii</sup>. Menurut Palma (1998) keadaan ini telah terjadi pada saat krisis kewangan terjadi di Amerika Latin pada tahun 1982, '*tequila crisis*' di Mexico pada 1984 dan baru-baru ini di Asia pada 1997. Palma, sebagaimana Minsky, yakin bahawa keadaan ini adalah suatu kegagalan pasaran yang bersifat *endogenous* sebagai akibat dari tingginya tahap kecairan (*liquidity*) dan kurangnya pengaturan di pasaran kewangan, baik domestik ataupun global.

Sifat *endogenous* daripada keadaan kelebihan pemberian dan permintaan pinjaman ini terjadi dalam keadaan kelebihan kecairan kewangan antarabangsa dengan jangkaan yang terlalu berlebihan (*over-optimistic*) terhadap prestasi ekonomi masa hadapan di negeri-negeri peminjam, insentif-insentif domestik yang membawa kesan pengherotan dan kurangnya pengaturan dan pengawasan di dalam negeri peminjam. Masalah ini seringkali terjadi bersamaan dengan kurangnya ketelusan dan keterbukaan dalam kepengurusan korporat, institusi kewangan dan pemerintah yang akhirnya membuka ruang kepada kewujudan rasuah dan '*cronyism*'<sup>ix</sup>.

## **2.6 Keraguan (*Distress*) dan Krisis Kewangan**

Setelah ekonomi berada dalam kegairahan, tahapan kitaran selanjutnya yang mungkin terjadi ialah ‘*distress*’ atau kecurigaan bahawa prestasi ekonomi yang wujud pada kenyataannya tidaklah sehebat yang dikhabarkan atau dijangkakan. Pada tahap ini mungkin terjadi suatu kejutan luaran yang tak diduga sebelumnya. Ianya dapat berupa kejadian kegagalan pembayaran pinjaman, likuidasi lembaga kewangan tertentu atau sebab-sebab lain yang mulai memberikan keraguan terhadap pelabur-pelabur. Apakah tahap ini akan berlanjut menjadi suatu krisis atau kejatuhan ekonomi bergantung kepada kadar kestabilan sistem kewangan sebenar dan/ atau tindakan campur tangan daripada bank pusat untuk menyokong aktiviti perekonomian.

Contoh daripada keberkesanan campur tangan bank pusat dalam menghilangkan keraguan para pelabur ialah kejadian penyelamatan kewangan (*bail-out*) oleh Federal Reserve Bank di Amerika Syarikat dalam kes Long Term Capital Management (LTCM). Bangkrupnya lembaga kewangan ini menimbulkan keraguan bahawa krisis kewangan antarabangsa yang terjadi di merata tempat pada masa itu mungkin akan menular ke Amerika Syarikat, ditambah lagi dengan adanya kejatuhan Dow Jones index. Akan tetapi, Federal Reserve Bank bertindak pantas dengan campur tangan dan memimpin usaha *bail-out* terhadap lembaga kewangan tersebut (LTCM) yang akhirnya mengembalikan keyakinan pelabur terhadap prestasi ekonomi dan kestabilan kewangan Amerika Syarikat.

Tahapan selanjutnya daripada kitaran Minskian ini ialah keadaan krisis atau kejatuhan ekonomi, dimana keyakinan terhadap prestasi ekonomi di masa hadapan telah hilang dan berganti dengan keyakinan bahawa ekonomi akan jatuh terus di masa hadapan. Tahapan ini bermula dengan kewujudan kepanikan kewangan di kalangan para pelabur untuk menyelamatkan harta kewangan (*financial asset*) masing-masing. Dalam bahasa yang diperkenalkan oleh Kindleberger (1978), keadaan ini dinamakan ‘*Torchlusspanik*’ dimana orang-orang menyerbu satu pintu keluar kecil. Keadaan ini mungkin bertambah

teruk dengan kewujudan tindakan daripara spekulator di pasaran kewangan yang mengambil kesempatan daripada kejatuhan ekonomi ini untuk memperolehi keuntungan.

Para pelabur bertindak pantas dalam menyelamatkan harta kewangannya iaitu dengan menjualnya di pasar kewangan. Tindakan ini semakin menambah teruk kejatuhan sediada melalui suatu proses berterusan (*self-fulfilling*), dimana kegairahan berubah menjadi kemelesetan (Dadush et al. 2000). Tindakan pelabur-pelabur ini oleh beberapa pakar ekonomi diberi gelar sebagai '*herd-behaviour*' (atau seperti yang dikatakan oleh Keynes sebagai '*animal instinct*' dan oleh Alan Greenspan sebagai '*irrational exuberance*'). Meskipun tingkah laku seperti '*herd behaviour*' ini mungkin dianggap sebagai kewujudan tindakan yang tidak rasional, namun ianya juga dapat dianggap sebagai suatu tindakan rasional yang berusaha meningkatkan semaksima mungkin hasil dalam suatu keadaan yang tidak pasti<sup>xiv</sup> (Davis 1995 dalam Crockett 1997). Hal ini seperti yang dikatakan oleh Keynes bahawa tindakan '*animal spirit*' adalah perwujudan daripada sifat rasional seseorang dalam menghadapi keadaan yang tidak pasti (*uncertainty*), atau merupakan suatu "*spontaneous urge to action rather than inaction*" (Nasica 2000).

Jangka masa dan kesan kejatuhan ekonomi atau krisis ini bergantung pada campur tangan yang dilakukan oleh pemerintah atau bank pusat. Ianya juga ditunjukkan dengan seberapa pantas campur tangan dilakukan serta komitmen bank pusat dalam menyokong harga-harga harta/ asset kewangan. Sekiranya suatu campur tangan dilakukan dengan sangat pantas, sememangnya dapat dengan segera menghentikan kejatuhan tersebut. Namun begitu, ianya akan memberikan kesan terhadap jangkaan keuntungan yang semakin meningkat dimasa hadapan. Campur tangan tersebut disertai dengan wujudnya persoalan '*moral hazard*' bahawa bank pusat akan selalu menolong sekiranya terdapat masalah dalam sistem kewangan dan seterusnya akan membawa kepada peningkatan risiko kewangan dalam sistem tersebut di masa hadapan. Walaubagaimanapun sekiranya campur tangan lambat dijalankan, kejatuhan akan semakin teruk dan akibatnya kos yang tinggi diperlukan untuk menyelamatkan sistem kewangan tersebut. Pada tahap ini campur tangan pemerintah menjadi kurang berkesan.

Berkenaan masalah campur tangan bank pusat/ pemerintah, Minsky percaya bahawa dalam perekonomian kapitalis, peranan bank pusat sebagai '*lender of last resort*' sememangnya amat penting dan harus dijalankan dengan efisien secara berkesan. Minsky merupakan seorang yang gemar mempromosikan keperluan dan manfaat '*big government*'. Suatu perekonomian yang memiliki '*big government*' dan bank pusat yang kuat akan dapat mempertahankan kestabilan sistem kewangan dan ekonominya dengan lebih berkesan. Contohnya dalam hal defisit belanjawan. Apabila pemerintah itu besar dan kuat, maka defisit belanjawan boleh menjaga kestabilan ekonomi melalui kesan pendapatan dan pekerjaan, kesan arus-kas dan kesan portfolio (lihat Minsky 1977b dan Tse 2001)<sup>xv</sup>.

Hal lain yang membawa pengaruh kepada penentuan apakah kejatuhan ekonomi atau krisis kewangan akan berterusan atau tidak ialah melalui kadar keuntungan yang mungkin diperolehi dalam perekonomian. Dengan kata lain, kadar keuntungan dipengaruhi oleh jumlah pelaburan sediada, defisit belanjawan pemerintah, surplus dalamimbangan perdagangan dan kadar penggunaan (*consumption*) minus simpanan sediada. Kesemua petunjuk tersebut boleh membayangkan kadar keuntungan sediada.

Dalam hal ini Minsky yakin benar dengan persamaan Kalecki<sup>xvi</sup> yang menyatakan bahawa tingkat keuntungan ialah sama dengan jumlah pelaburan dan setelah memasukkan unsur pemerintah (lihat Levy 2000 dan Minsky 1980b) maka persamaannya ialah:

Keuntungan Setelah pajak =	$+ \text{Pelaburan}$ $+ \text{Defisit Belanjawan Pemerintah}$ $+ \text{Konsumsi Dari Jumlah Pendapatan Yang Diperolehi}$ $- \text{Defisit Imbalan Perdagangan}$ $- \text{Simpanan Dari Pendapatan Yang Diperolehi}$
----------------------------	---

Sumber: Levy (2000); Minsky (1980)

Diluar persamaan Kalecki tersebut, keuntungan sediada dalam perekonomian juga ditentukan oleh dividen korporat dan jumlah pelaburan asing. Menurut persamaan yang diperkenalkan oleh Jerome Levy pada tahun 1943 (Levy 2000):

	+ Pelaburan Dalam Persediaan
	+ Pelaburan Tetap
	+ Pelaburan Asing Bersih
Keuntungan Setelah pajak =	+ Dividen korporat
	+ Keuntungan Korporat
	- Simpanan Pribadi
	- Surplus Belanjawan Pemerintah.

Sumber: Levy (2000)

Meskipun persamaan Kalecki dan Jerome Levy diatas sedikit berbeza, namun ianya banyak memiliki persamaan. Keduanya dapat digunakan untuk melihat apakah suatu kejatuhan ekonomi akan berterusan atau apakah dapat dipulihkan melalui kebijaksanaan yang diambil atau dijalankan oleh pemerintah.

Persamaan Kalecki ini juga banyak digunakan oleh pakar-pakar ekonomi fahaman Post-Keynesian dalam menjelaskan interaksi dan dinamika makroekonomi. Apa yang menarik adalah meskipun para pakar ekonomi fahaman Post-Keynesian, termasuk Joan Robinson, yakin terhadap persamaan ini, ianya sangat kurang digunakan oleh pakar-pakar ekonomi dari fahaman '*mainstream*' (Lavoie dan Seccareccia 2001).

## 2.7 Kritik dan Ketak-setujuan terhadap Hipotesa Minsky

Meskipun pada tahun-tahun terakhir ini didapati semakin banyak pakar-pakar ekonomi yang tertarik terhadap hipotesa dan hujah yang diajukan oleh Minsky, ternyata tidak kurang pula ketak-setujuan dan kritik yang ditujukan kepadanya, diantaranya seperti berikut:

- **Fahaman Monetaris (Friedman, Schwartz, dsb)**

Ketak-setujuan dan perbezaan pendapat yang paling utama dengan hipotesa Minsky ialah mengenai keyakinan terhadap sifat dalaman (*endogenous*) daripada wang yang akhirnya mengakibatkan terjadinya krisis kewangan. Sebagaimana diketahui, Minsky yakin bahawa siklus yang membawa kepada arah ketak-stabilan kewangan disebabkan oleh faktor-faktor

dalamannya. Manakala Friedman dan Schwartz (1963 dalam Crockett 1997), daripada fahaman monetaris, lebih yakin bahawa faktor-faktor dasar moneter atau gangguan terhadap penawaran wang merupakan penyebab terjadinya suatu krisis kewangan. Menurut beliau:

*"It is mistakes in monetary policy that either initiate financial instability or cause minor disruptions to have more far reaching consequences"*

- **Anjakan Menuju Ketak-stabilan**

Diluar pendapat fahaman monetaris yang memang lebih yakin terhadap faktor-faktor moneter atau fahaman neo-classical yang yakin bahawa krisis terjadi kerana kesalahan dasar atau polisi yang diambil<sup>xvii</sup>, beberapa pakar ekonomi lainnya juga kurang setuju dengan Minsky, terutama hipotesanya mengenai terjadinya suatu anjakan menuju ketak-stabilan kewangan. Hal ini telah dinyatakan oleh Crockett (1997) sebagai berikut:

*"The Minsky-Kindleberger explanation of cyclical excess leaves an uncomfortable burden to be borne by irrational or disequilibrium behavior, unsupported by any very rigorous microeconomic theory of why economic agents should behave in such a destabilizing way"*

Dalam komen terhadap kertas kerja Minsky mengenai *sistemic fragility*<sup>xviii</sup>, Sinai (dalam Altman dan Sametz, eds. 1986), memberikan kritik bahawa hipotesa Minsky tersebut kurang terperinci dalam menjelaskan bagaimana proses dalamnya yang dinamik tersebut boleh membawa kepada suatu sistem kewangan yang tak stabil dalam suatu kurun masa tertentu. Menurut beliau, Minsky juga tidak melakukan aplikasi teori 'sistemic fragility' mengenai krisis kewangan yang pernah terjadi sebelumnya (seperti krisis kewangan pada 1966, 1969-1970, dsb). Selanjutnya beliau justru mengatakan bahawa hipotesa Minsky tersebut merupakan suatu siri dari konsep yang menarik dan meyakinkan apabila dilihat setiap satu tetapi kurang terintegrasi dalam membentuk kesatuan teori yang dapat menjelaskan kejadian krisis kewangan secara nyata.

Selain itu, petunjuk-petunjuk yang jelas dan terukur secara kuantitatif mengenai karakteristik suatu tahapan kitaran tidak diberikan oleh Minsky. Ini akhirnya akan membawa kepada suatu hal yang bersifat *arbitrary* apabila dilakukan pengelasan terhadap suatu kurun waktu tertentu kedalam suatu tahapan-tahapan kitaran.

- ***Daya Uji dan Ekspektasi Rasional***

Sinai dan Furstenberg (1986) memberikan kritik bahawa hipotesa Minsky bukan merupakan suatu hipotesa yang dapat diuji. Eisenbeis (1997) telah mendapati banyak pakar ekonomi yang sepakat terhadap hal ini, termasuk juga Tobin (1989 disebut dalam Nasica 2000) yang mengatakan bahawa Minsky tidak memberikan suatu model formal dalam menguji hujahnya tersebut. Argumen ini secara ringkasnya disebutkan oleh Sinai (1986):

*"Finally, the Minsky conception lacks the predictive content required for empirical testing. The structure of the theory does not lend itself to validation or refutation. Nor can the degree of financial fragility be measured to determine how near a crisis is"*

Minsky juga dikatakan agak kurang yakin dan memandang rendah kemampuan dan kegunaan dari kaedah ekonometrik untuk memahami interaksi yang terjadi dalam perekonomian. Hal ini mungkin kerana Minsky pernah mengatakan (1977b):

*"Our economy is a historical and not a mechanical sistem. In order to understand our economy we have to leave the easy world of econometric, simulations, and computer printouts and enter the tough world in which institutions, usages, and policy affect what happens"*

Meskipun Minsky mungkin benar dalam pendapatnya bahawa sistem ekonomi bukan sesuatu yang bersifat mekanikal, kaedah-kaedah ekonometrik boleh berguna dalam memperkirakan dan memahami sistem ekonomi sediada. Walaubagaimanapun, dalam konteks ini mungkin yang dimaksudkan oleh Minsky ialah pakar-pakar ekonomi pada masa kini terlampaui bergantung kepada kaedah-kaedah ekonometrik dalam membahas apajua keadaan dan masalah ekonomi yang terjadi sehingga justru kehilangan atau kurang mendalami asas 'logical' dan kualitatif.

Hipotesa Minsky ini juga dikritik kerana tidak memiliki asas mikroekonomi dan kurang sesuai dengan asas jangkaan rasional. Misalnya, mengapa pelaku pasaran kewangan bertindak tak rasional sehingga menimbulkan ketak-stabilan (lihat Crockett 1997). Hal yang sama juga dikatakan oleh Tobin (1989 disebut dalam Nasica 2000) bahawa:

*"Rational expectations adherents will doubtless object that the alleged cycle would vanish as soon as borrowers and lenders understood it".*

Dalam konteks asas mikroekonomi, Fazzari (1999) telah membantah dan mengatakan bahawa para pakar-pakar ekonomi *mainstream* terlalu menumpukan terhadap tujuan-tujuan mikroekonomi, padahal masalah yang dilihat seharusnya berada dalam interaksi model makroekonomi yang dibuat untuk menjelaskan terjadinya suatu fluktuasi siklikal dalam ekonomi.

Dalam hujah yang mengatakan bahawa jangkaan rasional akan menghalangi krisis kewangan terjadi, Dymski dan Pollin (1992) sebagaimana halnya Nasica (2000), mengatakan bahawa hipotesa Minsky sebenarnya merupakan perwujudan daripada dinamika tingkah laku rasional yang justru secara *endogenous* akan mengarah kepada ketak-stabilan kewangan. Ini terjadi kerana terdapat dua sebab, iaitu. '*fallacy of composition*' dan '*asymmetric structure of reward*'. Davidson (1991 disebut dalam Nasica 2000) dan juga pakar-pakar Post-Keynessian meragukan bahawa jangkaan rasional boleh menyebabkan suatu *decentralized market* akan terus sentiasa selaras menuju suatu titik keseimbangan/ *equilibrium*, seperti yang dipercayai oleh pakar-palar fahaman '*neo-classical*' dan '*rational expectation hypothesis*'. Jangkaan rasional juga akan selalu menghadapi masalah maklumat yang tidak simetris serta ketak-sempurnaan dalam pasaran kewangan (*financial market imperfections*).

- ***Campur Tangan Pemerintah dan Bank Pusat yang 'Besar'***

Hujah Minsky yang mengatakan bahawa sebaiknya terdapat suatu pemerintahan atau bank pusat yang besar (*big government and big bank*) yang dapat menjaga kestabilan ekonomi

merupakan salah satu asas kritik dan faktor ketak-setujuan lainnya. Beberapa pakar ekonomi (Mishkin 2000; Taylor 1998) mendapati bahawa campur tangan bank pusat, seperti dalam bentuk penyelamatan kewangan ('*bail-out*') boleh menyebabkan wujudnya '*moral hazard*'. Hal ini juga dapat dilihat daripada resipi IMF dan komen-komen pakar-pakar ekonomi '*mainstream*' yang selalu tidak setuju atas tindakan ini. Contohnya tindakan-tindakan pemerintah Indonesia atau Malaysia atau Thailand dalam menyelamatkan perniagaan daripada beberapa pelaku ekonomi dalam mereka.

Sememangnya masalah campurtangan bank pusat boleh menyebabkan wujudnya '*moral hazard*'. Minsky sendiri sebenarnya telahpun menyadari bahawa masalah ini boleh menyebabkan kerapuhan sistem kewangan ataupun menyebabkan ketak-stabilan kewangan yang lebih teruk di masa hadapan. Menurut Minsky (1972):

*"If monetary conditions are eased too soon, then no substantial layering of balance sheets will be induced, and the total effect of monetary actions might very well be to reinforce the euphoric expansion"*

Akan tetapi sekiranya kesan negatif daripada campur tangan bank pusat terlalu diambilberat dan ianya hanya menjadi faktor utama yang dijadikan dasar dalam mengambil keputusan, maka kesan negatif daripada kejatuhan ekonomi tersebut akan terabaikan. Ini akan menjadikan keadaan bertambah teruk dan boleh jadi akan menghancurkan keseluruhan ekonomi. Oleh itu, keputusan yang diambil harus tetap mengambil-berat fakta bahawa kestabilan ekonomi harus diutamakan. Kejadian penyelamatan LTCM oleh The Federal Reserve Bank baru-baru ini setidaknya dapat digunakan sebagai pengajaran dan membuktikan bahawa analisa Minsky dapat dibuktikan kebenarannya. Yang menariknya, Minsky justru menyatakan bahawa (Minsky 1992):

*"Perhaps the optimal way to handle a euphoric economy is to allow a crisis to develop – so that the portfolios acceptable under euphoric conditions are found to be dangerous – but to act before any severe losses in market values, such as are associated with an actual crisis, take place"*

- **Peran Daripada Lembaga Kewangan Bukan Bank dan Ekonomi Terbuka**

Secara amnya hipotesa Minsky berdasarkan kepercayaan bahawa sistem perbankan adalah lembaga pemberi pinjaman atau pembiayaan pelaburan yang paling dominan dalam suatu sistem perekonomian kapitalis. Menurut Minsky (1986 dalam Toporowski 1999):

*"Banks are the central financial organization of a capitalist economy. Once the assets and liabilities of banks are set, the economy's financing framework is largely determined"*

Dilihat secara komprehensif, didapati Hipotesa Minsky tidak membahas dengan terperinci bagaimana arah wujudnya ketak-stabilan kewangan pada lembaga kewangan lainnya. Hal ini sebenarnya kerana Minsky tidak menyetujui pembezaan (*dichotomy*) antara bank dan lembaga kewangan bukan bank, seperti hujahnya (Minsky 1986 disebut dalam Nasica 2000):

*"The line between commercial banks, whose liabilities include checking deposits, other depository thrift institutions, miscellaneous managers of money (like insurance companies, pension funds and various investment trusts) and investment bankers is more reflective of the legal environment and institutional history than of the economic function of these financial institutions"*

Arestis dan Glickman (2002) berpendapat bahawa hipotesa Minsky telah dibuat dan dikembangkan dalam suatu model ekonomi tertutup dalam tempoh masa jauh sebelum polisi keterbukaan kewangan (*financial liberalization*) dilaksanakan dalam skala sebesar pada masa kini. Diluar itu, hipotesa Minsky ini kebanyakannya berasaskan kepada kajiannya terhadap ekonomi Amerika Syarikat. Oleh sebab itulah Arestitis dan Glickman memperkirakan bahawa tidak ramai pakar-pakar ekonomi yang tertarik untuk mengkaji dan menilai pertalian hipotesa Minsky tersebut dalam keadaan ekonomi masa kini. Bagaimanapun, Arestitis dan Glickman telah membuktikan bahawa hipotesa Minsky dapat

literapkan dan dikembangkan kedalam suatu sistem ekonomi yang terbuka dan bebas (*liberal*), seperti dalam kes sistem ekonomi negeri-negeri Asia. Kerana hipotesa Minsky berasaskan kepada interaksi gelagat dan tingkah laku '*profit maximizing*' daripada aktor-aktor kewangan yang bersifat universal dalam perekonomian kapitalis, maka sememangnya hipotesa tersebut dapat dijadikan sebagai asas rujukan dalam pembahasan berkenaan krisis kewangan pada masa kini.

## 2.8 Pertalian dan Had Hipotesa Minsky

Berlakunya krisis kewangan di pelbagai penjuru dunia menarik minat banyak pakar ekonomi terhadap pemahaman mengapa sistem kewangan boleh menjurus kepada ketakstabilan atau krisis kewangan. Pendapat yang diutarakan amat bervariasi, walaupun secara amnya dapat dibezakan kepada dua kumpulan fahaman (Bordo ed. 1992; Crockett 1997). Kumpulan fahaman pertama adalah fahaman monetaris iaitu fahaman menggunakan petunjuk-petunjuk moneter bagi menjelaskan berlakunya krisis kewangan. Pakar-pakar dalam fahaman monetaris ini adalah Milton Friedman, Anna Schwartz dan Carl Sagan (Bordo ed. 1992).

Fahaman yang kedua adalah fahaman kitaran (siklikal), yang sebenarnya berakar daripada hipotesa Fischer mengenai episod *debt-deflation* (Bordo ed. 1992). Fahaman ini dikembangkan oleh Hyman Minsky dan Charles Kindleberger. Fahaman kitaran Fischer-Minsky-Kindleberger ini selanjutnya dikembangkan lagi oleh penganut fahaman Post-Keynesian pada masa kini seperti Paul Davidson, Steven Fazzari, Jan Kregel, Pierro Ferri, Philip Arestis dan Randall Wray. Hal yang sama juga dilakukan oleh Toporowski (1999), iaitu dalam usahanya untuk melengkapkan hipotesa Minsky dengan konsep mengenai inflasi pasar modal.

Penerapan hipotesa Minsky terhadap krisis kewangan yang telah terjadi pada masa kini serta bukti bahawa krisis sedemikian dapat dijelaskan mengikut hipotesa Minsky telah dilakukan. Kregel (1998a) misalnya, telah melakukan kajian berkenaan dan mendapati bahawa krisis kewangan yang terjadi di Asia sejak tahun 1997 sememangnya telah dapat

nemenuhi kriteria krisis Minskian, meskipun beliau tidak menjelaskan bagaimana tahapan-ahapan kitaran Minskian tersebut telah terjadi secara lebih terperinci. Hal yang serupa juga dikatakan oleh Arellano dan Glickman (2002) bahawa krisis kewangan di Asia mengenai ketak-stabilan kewangan lebih tepat dijelaskan melalui kerangka hipotesa Minsky.

Kregel (1998b) menyatakan bahawa pengelolaan krisis kewangan mengikut resipi Tabung Kewangan Antarbangsa (International Monetary Fund) adalah berlawanan dengan formula yang diusulkan oleh Minsky. Resipi IMF tidak memberi kesan pemulihan ekonomi, bahkan menimbulkan kos ekonomi yang cukup besar, khasnya dalam hal kebangkrutan dan pengangguran.

Palma (1998) juga mencoba melihat salah satu karakteristik daripada kegairahan ekonomi yang sesuai dengan fahaman Fischer-Minsky-Kindleberger, iaitu kelebihan permintaan pinjaman (*over-borrowing*) dan kelebihan pemberian pinjaman (*over-lending*), serupa dengan hujah McKinnon berkenaan hal tersebut. Kedua ciri tersebut telah wujud dalam beberapa krisis kewangan yang terjadi belakangan ini. Temuan beliau telah memperkuat pertalian hipotesa Minsky antara kegairahan ekonomi dan anjakan menuju kerapuhan dan ketak-stabilan kewangan.

Mayer (1999) yakin bahawa krisis kewangan di Asia merupakan suatu '*text-book case*' daripada hipotesa Minsky. Beliau juga telah mencoba untuk melihat bagaimana suatu perekonomian yang cukup kuat secara asas 'fundamental' dapat terkena krisis kewangan dengan begitu cepat. Dalam hal ini Wade (1998) percaya bahawa meskipun suatu perekonomian memiliki kondisi asas 'fundamental' ekonomi yang cukup kuat, ianya tetap sahaja boleh terkena krisis kewangan, misalnya dengan cara pelarian modal domestik ke luar negeri (*capital outflow*) dalam jumlah besar secara bersamaan. Menurut beliau:

*"Granted that the whipsaw movement of capital inflows and outflows is the main proximate cause of the crisis, could it have happened without serious vulnerabilities in the real economy? Almost certainly, yes..."*

Kajian lainnya yang telah memperlihatkan pertalian hipotesa Minsky dengan suatu krisis kewangan juga dilakukan oleh Pigeon (2000), yang mengatakan bahawa krisis atau kemelesetan ekonomi yang terjadi di Jepun sememangnya merupakan suatu kejadian yang boleh diterangkan melalui hipotesa Minsky.

Diluar pertalian hipotesa Minsky terhadap kejadian krisis kewangan, dalam beberapa dekad kebelakangan ini telah mulai nampak adanya kajian-kajian daripada pakar-pakar ekonomi fahaman *mainstream* yang semakin mendekati hipotesa Minsky. Fazzari (1999) telah mengenalpasti bahawa penelitian di bidang ketaksempurnaan pasar modal (*capital market imperfections*) dan hubungkaitnya terhadap analisa makroekonomi telahpun mendekati perspektif hipotesa Minsky dan berkemungkinan mulai menunjukkan minat terhadap aliran Keynesian kewangan (*financial keynesianism*) sesuai dengan hipotesa Minsky. Aliran ini adalah sesuatu yang Minsky tidak gemar untuk diberikan label kepadanya. Namun begitu, yang penting disebutkan adalah pada masa kini mulai terdapat ramai pakar ekonomi yang menunjukkan minat kepada hipotesa Minsky, terutamanya dalam menjelaskan bagaimana suatu krisis kewangan boleh berlaku dengan kekerapan dan dampak yang semakin meningkat.

## **2.9 Hubungkait Hipotesa Minsky dalam Krisis Kewangan Indonesia**

Seperti yang telah disebutkan dibahagian awal tulisan ini, Indonesia telah mengalami kejatuhan ekonomi yang amat teruk dimana faktor terpenting yang dapat menjelaskan mengapa ianya boleh berlaku adalah kerapuhan pada sistem kewangannya. Ramli dan Pincus (1998), Montes (1998) dan Pangestu dan Ghosh (1999) mengatakan bahawa kerapuhan dalam sistem kewangan di Indonesia adalah merupakan punca utama berlakunya krisis kewangan tersebut. Kerapuhan ini dapat dilihat sejak berlakunya polisi keterbukaan sistem kewangan yang dilakukan pada periode 1980'an yang tidak diikuti oleh sistem pengaturan dan pengawasan yang berkesan. Ini bersesuaian dengan pendapat Arrestis dan Glickman (2002) mengenai kesan keterbukaan kewangan di Asia terhadap krisis kewangan yang terjadi.

Dalam kertas kerja ini, akan diperlihatkan bahawa telah terjadi suatu anjakan daripada sistem kewangan yang *relatif stabil* sebelum polisi keterbukaan kewangan dilakukan kepada bentuk suatu sistem kewangan yang *relatif tidak stabil* setelah polisi tersebut dilaksanakan. Dikatakan sebagai relatif kerana sebenarnya dalam masa sebelum polisi keterbukaan kewangan dilaksanakanpun, prestasi dan kualiti daripada sistem kewangan Indonesia masih belum lagi baik, walaupun pada masa tersebut kawalan pemerintah masih relatif kuat dan berkesan terhadap sistem kewangan.

Oleh itu, amat penting untuk dikaji bagaimana dasar keterbukaan sistem kewangan telah dilaksanakan di Indonesia, perkembangan daripada sistem kewangannya setelah dasar tersebut dijalankan serta kesannya terhadap ekonomi secara keseluruhan. Kemudian akan digambarkan dan dikaji bagaimana suatu kegairahan ekonomi telah terjadi, khasnya yang digambarkan dalam sistem kewangan dalam negeri, serta petunjuk-petunjuk yang dapat membuktikannya. Kemudian akan dijelaskan bagaimana kegairahan tersebut mengakibatkan terjadinya suatu anjakan menuju kerapuhan dan ketak-stabilan kewangan, sebelum akhirnya menjelma menjadi krisis kewangan dan kejatuhan ekonomi yang paling teruk dialami Indonesia selepas rejim ‘Orde Baru’ berkuasa pada tahun 1967.

Untuk itu, akan dipersembahkan beberapa petunjuk yang boleh memberikan gambaran kejatuhan ekonomi Indonesia, seperti petunjuk pergerakan nilai mata wang Rupiah dan juga pergerakan daripada premi risiko yang ditunjukkan oleh harga dari bon dagangan pemerintah Indonesia (*Indonesian Yankee Bond*; 2006). Selanjutnya resipi Tabung Kewangan Antarbangsa (IMF) untuk membawa Indonesia keluar daripada krisis kewangan akan dibahas, khasnya pada keberkesanan resipi tersebut dalam memulihkan pertumbuhan ekonomi. Kesimpulan akan diberikan di bahagian akhir berdasarkan temuan dan analisa dalam kertas kerja ini.