

PASARAN OBLIGASI INTERNASIONAL SEBAGAI SUMBER PEMBIAYAAN PEMBANGUNAN

Hadi SOESASTRO

PENGANTAR

Pada tanggal 6 Juli 1978 Pemerintah Indonesia mengumumkan telah menjual obligasi RI di Jepang sebesar 10 milyar yen atau sekitar US \$ 48 juta menurut nilai-lawan yen terhadap dollar saat itu. Penjualan obligasi di luar negeri merupakan satu cara (instrumen) untuk menarik modal internasional jangka menengah dan jangka panjang. Bagi Indonesia bentuk pinjaman ini merupakan instrumen baru. Pinjaman melalui cara ini baru merupakan 2% dari keseluruhan pinjaman pemerintah RI (komitmen) untuk tahun anggaran 1978/79 yang diperkirakan akan berjumlah US \$ 2,5 milyar.

Apabila diandaikan bahwa pinjaman pemerintah RI merupakan 50% dari paket modal luar negeri yang masuk ke Indonesia (termasuk penanaman modal asing, pinjaman perusahaan-perusahaan negara dan pihak swasta nasional), maka pinjaman dalam bentuk obligasi ini baru mencapai sekitar 1% dari keseluruhan paket modal luar negeri. Gambaran ini tidak jauh berbeda dari apa yang dapat diamati untuk negara-negara berkembang secara keseluruhan. Dalam tahun 1976, sekitar 2% dari modal luar negeri yang mengalir ke negara-negara berkembang berasal dari penjualan obligasi di pasaran internasional.¹

¹ Dalam tahun 1976 penjualan obligasi di pasaran internasional oleh negara-negara berkembang mencapai sekitar US\$ 1,6 milyar. Dalam tahun yang sama, modal internasional yang mengalir ke negara-negara berkembang berjumlah sekitar US\$ 80 milyar.

Dalam tahun itu hanya 5% dari penjualan obligasi di pasaran internasional berasal dari negara-negara berkembang. Hal ini menunjukkan betapa terbatasnya akses negara-negara berkembang ke pasaran obligasi internasional, padahal sebelum Perang Dunia ke-II, penjualan obligasi di luar negeri adalah sumber pembiayaan dari luar negeri yang utama bagi negara-negara berkembang.

Tulisan ini membahas perkembangan pasaran obligasi internasional dalam tahun 1970-an ini serta artinya sebagai sumber pembiayaan pembangunan. Pembahasan mengenai pinjaman dalam bentuk penjualan obligasi internasional dan hubungannya dengan pembiayaan pembangunan dapat ditinjau dalam kerangka pemikiran tentang alternatif-alternatif pembiayaan.

Dalam kerangka serupa di atas, setiap tambahan dalam jenis instrumen pembiayaan dapat dilihat sebagai peluang tambahan bagi pihak perencana untuk merumuskan dan melaksanakan kebijaksanaan pembiayaan pembangunan yang bersifat fleksibel. Dengan perkataan lain, terbukanya jalan ke pasaran obligasi internasional memberikan kepada para perencana pilihan-pilihan yang lebih luas. Apabila ada ditetapkan jumlah absolut modal luar negeri yang diperlukan untuk mencapai target-target pembangunan, maka pinjaman dalam bentuk obligasi internasional sewaktu-waktu dapat digunakan sebagai suatu *substitusi* untuk bentuk pinjaman (modal) lain. Dibandingkan dengan jenis-jenis modal lainnya yang lazim diterima (dipinjam) oleh negara-negara berkembang, seperti bantuan luar negeri (khususnya project aid), kredit ekspor (atau yang juga disebut suppliers' credit) dan penanaman modal asing (foreign direct investment), secara relatif modal yang diperoleh dari pasaran modal internasional memberikan kebebasan yang lebih besar kepada pihak pemimjamnya untuk mengalokirkannya. Demikian pula apabila ada diperkirakan bahwa di kelak kemudian hari kebutuhan akan modal luar negeri tidak lagi sepenuhnya dapat dipenuhi oleh jenis-jenis modal yang digunakan saat ini, maka akses ke pasaran obligasi internasional itu sendiri sudah dapat dilihat sebagai suatu bentuk *cadangan* ("second line of reserves").

PERKEMBANGAN PASARAN OBLIGASI INTERNASIONAL

Pasaran obligasi internasional merupakan bagian dari pasaran modal internasional. Yang terakhir juga meliputi pasaran kredit dengan denominasi berbagai mata uang negara-negara industri dan dikenal sebagai pasaran *Euro-currency*. Kredit perbankan yang diberikan dalam rangka pasaran Euro-currency ini berbentuk pinjaman yang dinyatakan dalam mata uang yang bukan merupakan mata uang dari negara di mana bank bersangkutan berada. Sejak permulaan tahun 1970-an pasaran modal internasional berkembang dengan sangat pesat. Volume modal internasional, baik dalam bentuk penjualan obligasi melalui maupun pemberian kredit oleh bank-bank internasional yang membentuk pasaran modal ini, secara nominal meningkat dari sekitar US \$ 9 milyar dalam tahun 1970 menjadi sekitar US\$ 74 milyar dalam tahun 1977 (lihat Tabel 1) Dari jumlah modal internasional ini, sekitar 40% diperoleh pihak peminjamnya melalui instrumen penjualan obligasi.

Tabel 1

PASARAN MODAL INTERNASIONAL				
	1970	1973	1977	1978 (Jan.—Mei)
Jumlah Total (Juta US\$)	9.290	29.689	73.842	40.151
(Prosen)	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>
Obligasi Inter- nasional (%)	49,1	26,4	43,6	37,9
Kredit Perbankan Internasional (%)	50,9	73,6	56,4	62,1

Sumber : Morgan Guaranty Trust Company of New York, *World Financial Markets* (Berbagai Terbitan). Untuk selanjutnya disingkat dengan Morgan Guaranty.

PASARAN OBLIGASI INTERNASIONAL

Obligasi yang diperjualbelikan dalam pasaran modal internasional dapat berbentuk *Euro-bond* atau *obligasi asing* (Foreign Bond). *Euro-bond* menyangkut penjualan obligasi yang pelaksanaannya dilakukan oleh suatu sindikat internasional dan untuk sebagian terbesar dijual di negara-negara yang lain daripada negara yang mata uangnya digunakan sebagai denominasi dari obligasi tersebut. Misalnya, obligasi yang dikeluarkan oleh Kerajaan Norwegia atau perusahaan Philips (Nederland) dengan nilai yang dinyatakan dalam dollar, jadi mata-uang Amerika Serikat, dan dijual di Jerman Barat, Swiss atau Kuwait. Di pihak lain, obligasi asing (Foreign Bond) menyangkut penjualan obligasi yang pelaksanaannya dilakukan oleh suatu sindikat yang anggotanya berasal dari *satu* negara, dijual untuk sebagian terbesar (atau seluruhnya) di negara itu, dengan nilai yang dinyatakan dalam mata-uang negara bersangkutan. Misalnya, obligasi yang dikeluarkan oleh Pemerintah Indonesia bulan Juli 1978 ini dilaksanakan penjualannya di Jepang oleh suatu sindikat Jepang yang diketuai oleh Nomura Securities, dan nilainya dinyatakan dalam yen.

Tabel 2

PENJUALAN OBLIGASI DI PASARAN INTERNASIONAL (Menurut Jenis dan Menurut Denominasi Mata Uang)

	1970	1973	1977	1978 (Jan.—Mei)
Jumlah Total (Juta US\$)	4.560	7.838	32.206	15.220
(Prosen)	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>
Menurut jenis				
Euro-bond	65,0	53,5	55,1	46,9
Foreign Bond	35,0	46,5	44,9	53,1
di				
Amerika Serikat	26,7	13,0	22,6	21,9
Jerman Barat	2,0	4,6	6,5	3,8
Swiss	4,2	19,5	10,8	12,1
Jepang	0,3	3,5	3,9	12,4
Lain-lain	1,8	5,9	1,1	2,9

ANALISA

Tabel 2 (Lanjutan)

	1970	1973	1977	1978 (Jan—Mei)
Menurut Mata Uang				
US dollar	65,6	44,2	58,7	44,1
Deutsche mark	17,0	17,7	19,3	23,4
Swiss franc	4,2	19,5	10,8	12,1
Yen	0,3	3,5	3,9	12,4
Lain-lain	12,9	15,1	7,3	8,0

Sumber : Morgan Guaranty

Perkembangan pasaran obligasi internasional dari tahun 1970 ke tahun 1977 dan selama lima bulan pertama tahun 1978 dapat dilihat dari Tabel 2. Secara nominal volume penjualan obligasi di pasaran modal internasional meningkat dari sekitar US\$ 4,6 milyar dalam tahun 1970 menjadi sebesar US\$ 32,2 milyar dalam tahun 1977. Pertumbuhan pasaran obligasi internasional yang cukup menyolok ini tentu tidak tanpa sesuatu sebab. Ada pun sebabnya dapat terletak pada segi permintaan akan modal (yaitu pihak yang mengeluarkan obligasi) ataupun pada segi penawaran modal (yaitu pihak yang membeli obligasi) atau pada kedua-duanya. Data-data transaksi, *ex post*, seperti dalam Tabel 2 biasanya tidak langsung dapat memberikan petunjuk tentang sebab-sebab yang sebenarnya. Tetapi masalah serupa ini dapat dipecahkan apabila diketahui faktor-faktor yang mempengaruhi segi permintaan dan segi penawaran.

Arus modal dari negara yang satu ke negara lainnya terjadi karena di bagian ekonomi dunia yang satu terdapat kelebihan tabungan relatif terhadap kebutuhan investasi domestiknya dan di bagian yang lain terdapat kekurangan tabungan relatif terhadap kebutuhan investasi domestiknya. Dalam ekonomi dunia, yang terdiri dari unit-unit ekonomi terbuka, kelebihan atau kekurangan tabungan ini tercermin dalam neraca perdagangan (current account) dan neraca uang ("money account") — yaitu perubahan cadangan devisa dan emas moneter — unit-unit ekonomi bersangkutan, dan transaksi modal yang ter-

jadi dicatat dalam neraca modal (capital account). Pengamatan terhadap neraca perdagangan dan neraca uang unit-unit ekonomi yang tergabung dalam ekonomi dunia menunjukkan bahwa perubahan-perubahan yang menyolok terjadi selama tahun 1974 dan tahun 1975, sebagai salah satu akibat dari kenaikan harga minyak dunia. Perubahan ini berakibat tiga hal. Pertama, bergesernya kelebihan tabungan dari bagian ekonomi dunia yang satu ke bagian lainnya, yaitu dari negara-negara industri Barat ke negara-negara OPEC, khususnya Arab Saudi. Kedua, meningkatnya volume modal internasional yang mengalir melalui pasaran modal internasional. Ketiga, sebagai akibat dari kebijaksanaan penyesuaiannya (adjustment policies) terhadap perubahan ekonomi dunia sejak tahun 1974, beberapa negara industri Barat berada dalam surplus neraca pembayaran secara terus-menerus.

Tabel 3

SEBAB—SEBAB YANG MEMPENGARUHI VOLUME MODAL INTERNASIONAL
(Juta US\$)

	1973	1974	1975
Neraca Perdagangan^a			
Negara Industri Barat	19.106	—3.528	23.582
OPEC	6.206	67.530	34.827
Negara Berkembang Non-OPEC	— 9.930	—29.097	—37.714
Neraca Uang^b			
Negara Industri Barat	— 1.366	—15.756	65
OPEC	4.341	45.799	17.843
Negara Berkembang Non-OPEC	7.903	843	— 4.129

Sumber : IMF, *International Financial Statistics* (Agustus 1977)

^aTermasuk transfer

^bPerubahan cadangan devisa dan emas moneter

SEGI PENAWARAN DALAM PASARAN OBLIGASI INTERNASIONAL

Pasaran obligasi internasional juga terpengaruh oleh perubahan dalam volume dan struktur permintaan akan dan penawaran modal internasional. Pengaruh terhadap pasaran obligasi internasional antara lain bersumber pada perbedaan preferensi (asset preference) negara-negara OPEC dengan negara-negara industri Barat dalam menanamkan uangnya. Khususnya dalam tahun 1974/75, kelebihan tabungan atau surplus neraca perdagangan negara-negara OPEC disimpan dalam bentuk deposito jangka pendek pada pasaran Euro-currency atau sebagai asset yang berjangka-sangat-pendek, yaitu dalam bentuk cadangan devisa. Sedangkan pasaran obligasi internasional adalah pasaran modal jangka panjang. Penjualan obligasi di pasaran modal internasional menurun dari US\$ 7,8 milyar dalam tahun 1973 menjadi US\$ 6,9 milyar dalam tahun 1974, tetapi kemudian meningkat menjadi US\$ 19,9 milyar dalam tahun 1975 dan US\$ 32,5 milyar dalam tahun 1976.

Kalaupun sejak tahun 1975 bank-bank internasional yang membentuk pasaran modal internasional meningkatkan volume dari deposito Euro-currency (modal jangka pendek) yang ditransformir menjadi modal jangka menengah (kredit Euro-currency) dan modal jangka panjang (Euro-bond), sebagai tanggapan terhadap struktur permintaan yang ada, tetapi peningkatan volume di pasaran obligasi internasional untuk sebagian terbesar terjadi karena peningkatan volume obligasi asing (Foreign Bond). Perubahan komposisi dalam pasaran obligasi internasional ini dapat diamati dari Tabel 2. Dalam tahun 1970, dari keseluruhan obligasi yang dikeluarkan di pasaran internasional 65% berbentuk Euro-bond dan 35% berbentuk obligasi asing (Foreign Bond). Dalam lima bulan pertama tahun 1978, 47% berbentuk Euro-bond dan 53% berbentuk obligasi asing (Foreign Bond).

Di antara negara-negara industri Barat terdapat tiga negara yang berhasil dan mungkin secara berlebihan mengatasi akibat kenaikan harga minyak dunia, yaitu Jerman Barat, Swiss, dan

Jepang, melalui pengetatan impor dan penggalakan ekspor dengan ditunjang oleh kebijaksanaan moneter yang cukup ketat. Sebagai akibatnya, negara-negara ini secara terus-menerus berada dalam surplus neraca perdagangan, dan kini mereka seringkali disebut sebagai "inherently surplus countries", seperti juga halnya dengan Arab Saudi dan Kuwait di antara negara-negara OPEC. Bila bagi negara-negara seperti Arab Saudi dan Kuwait surplus neraca perdagangan ini bersumber pada terbatasnya kapasitas absorpsi mereka, bagi negara-negara seperti Jerman Barat, Swiss, dan Jepang, peningkatan impor dikuatirkan akan terlalu menghangatkan ekonominya. Di pihak lain, penggalakan ekspor dibutuhkan untuk mengurangi atau mencegah meningkatnya tingkat pengangguran. Tetapi, surplus itu sendiri, apabila tidak dapat disalurkan kembali ke luar ekonominya, dan dengan demikian menjadi tambahan cadangan devisa yang terus-menerus meningkat, juga dapat mengakibatkan kenaikan tingkat inflasi, di satu pihak, dan mempersulit penguasa moneter untuk mempertahankan nilai lawan (kurs) mata uangnya, di pihak lain. Apabila nilai lawan mata uang negara-negara ini mengalami apresiasi terus-menerus, posisi kompetitif mereka dalam perdagangan internasional akan menurun dengan berakibat pada pengangguran di dalam negeri.

Maka negara-negara surplus ini berusaha mengalirkan uangnya ke luar, dan untuk sebagian besar disalurkan ke dan melalui pasaran modal internasional. Penghasilan devisa negara-negara OPEC surplus memang untuk sebagian besar secara langsung sudah disimpan pada bank-bank internasional. Sebaliknya, oleh karena struktur penerimaan devisa di negara-negara seperti Jerman Barat, Swiss, dan Jepang berbeda dengan di negara-negara OPEC surplus, yaitu untuk sebagian besar diterima oleh masyarakatnya, maka mekanisme untuk menyalurkan kelebihan tabungan itu juga agak berbeda. Mekanisme penyaluran ini bergantung tidak hanya dari preferensi (asset preference) unit-unit pemegang kelebihan tabungan ini dalam menanamkan uangnya, tetapi juga dari struktur hubungan antara pasaran modal domestik di negaranya dengan pasaran modal internasional maupun dari tingkat liberalisasi pasaran mata uang asing (foreign exchange market) di negara-negara bersangkutan.

ANALISA

Dari Tabel 2 dapat dilihat peranan yang meningkat dari modal yang berasal dari Jerman Barat, Swiss, dan Jepang dalam pasaran obligasi internasional. Dalam tahun 1970 obligasi yang nilainya dinyatakan dalam Deutsche mark, Swiss franc, dan yen adalah 17%, 4,2%, dan 0,3% dari keseluruhan penjualan obligasi. Dalam lima bulan pertama tahun 1978, peranan masing-masing meningkat menjadi 23,4%, 12,1%, dan 12,4%. Peningkatan yang terbesar menyangkut penjualan obligasi di Jepang yang dinyatakan dalam Yen. Tampaknya kelebihan likwiditas di Jepang merupakan tekanan yang cukup besar bagi ekonominya. Maka tidak mengherankan apabila Bank of Tokyo telah ikut memainkan peranan dalam penjualan obligasi RI di Jepang. Sebaliknya, oleh karena pasaran mata uang asing di Jerman Barat jauh lebih liberal daripada di Jepang, sebagian terbesar dari kelebihan tabungan itu lebih mudah disalurkan ke pasaran Euro-bond.

SEGI PERMINTAAN DALAM PASARAN OBLIGASI INTERNASIONAL

Sebagai akibat dari kenaikan harga minyak dunia dalam tahun 1974, juga terjadi perubahan-perubahan dalam struktur permintaan di pasaran obligasi internasional. Untuk membiayai neraca pembayarannya, pemerintah-pemerintah dari negara-negara defisit, baik negara-negara industri maupun negara-negara berkembang non—OPEC, meningkatkan penjualan obligasi di pasaran internasional. Sebaliknya, sebagai akibat resesi tahun 1975, terjadi kelesuan dalam dunia usaha swasta, dan terjadi penurunan secara prosentuil dari penjualan obligasi oleh perusahaan-perusahaan swasta, terutama perusahaan swasta Amerika Serikat (lihat Tabel 4). Dalam tahun 1970, dari keseluruhan penjualan obligasi internasional, 62,5% dikeluarkan oleh perusahaan-perusahaan swasta dan 22,5% dikeluarkan oleh pemerintah-pemerintah dan perusahaan-perusahaan negara. Dalam lima bulan pertama tahun 1978, perbandingan ini menjadi 32,2% dan 58,7%.

PASARAN OBLIGASI INTERNASIONAL

Tabel 4

PINJAMAN DALAM BENTUK OBLIGASI INTERNASIONAL (Menurut Kategori Peminjam dan Menurut Negara Peminjam)				
	1970	1973	1977	1978 (Jan.—Mei)
Jumlah Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0
Menurut Kategori				
Perusahaan Swasta (Amerika Serikat)	62,5 (17,5)	51,6 (18,1)	39,0 (3,6)	32,2 (3,5)
Pemerintah/Perusahaan Negara	22,5	31,2	42,9	58,7
Organisasi Inter- nasional	15,0	17,2	18,1	9,1
Menurut Negara				
Negara Industri Barat	83,3	74,4	70,0	75,8
Negara Komunis	0	0	0,8	
Negara Berkembang	1,7	8,4	11,1	15,1
Organisasi Inter- nasional	15,0	17,2	18,1	9,1

Sumber : Morgan Guaranty

Selama tahun 1970-an ini terjadi peningkatan akses negara-negara berkembang ke pasaran obligasi internasional. Dalam tahun 1970, dari keseluruhan penjualan obligasi di pasaran internasional 1,7% dikeluarkan oleh negara-negara berkembang. Selama lima bulan pertama tahun 1978, sekitar 15% dari penjualan obligasi internasional berasal dari negara-negara berkembang. Tetapi dibandingkan dengan kebutuhan negara-negara berkembang akan modal luar negeri, pinjaman dalam bentuk obligasi internasional baru merupakan bagian yang kecil. Akses negara-negara berkembang ke pasaran obligasi internasional juga terbatas pada beberapa negara saja. Dalam tahun 1970 hanya satu negara, yaitu Argentina, yang berhasil menjual obligasinya di pasaran internasional dalam jumlah yang cukup berarti (US\$ 70 juta). Dalam tahun 1977, dari keseluruhan obligasi yang dikeluarkan oleh negara-negara berkembang (yaitu

sejumlah US\$ 3,6 milyar), sekitar sepertiga berasal dari Meksiko, 20% dari Brazil, 12% dari Venezuela, disusul oleh Singapura (9%), Algeria (7%), Hongkong (4%) dan Pilipina (3%).

Akses negara-negara berkembang ke pasaran obligasi internasional ternyata memang terbatas. Salah satu hambatannya terletak pada terbatasnya lingkup dan aktivitas pasaran sekunder untuk obligasi yang dikeluarkan oleh negara-negara berkembang. Akses negara-negara berkembang ke pasaran Euro-bonds lebih besar dari pada ke pasaran Foreign Bonds.¹ Pada umumnya ada anggapan bahwa masuknya sesuatu negara berkembang ke pasaran obligasi internasional merupakan "the ultimate test of its creditworthiness". Sampai batas tertentu kelebihan likwiditas dewasa ini mempermudah akses ke pasaran obligasi internasional, tetapi penilaian pasar tentang kredibilitas sesuatu negara berkembang tetap berat. Dalam pasaran ini, negara-negara berkembang seperti Meksiko dan Brazil hampir tidak menghadapi saingan.

HARGA MODAL DALAM PASARAN OBLIGASI INTERNASIONAL

Penilai pasar mengenai kredibilitas (atau risiko) sesuatu negara atau perusahaan yang mengeluarkan obligasi tercermin dalam "coupon rate" obligasi bersangkutan. Dalam pasaran ini obligasi tidak akan terjual walaupun pihak yang mengeluarkannya bersedia menetapkan coupon rate-nya di atas yang berlaku untuk peminjam dalam kelas risiko yang sama. Perbedaan kelas-kelas risiko dapat dilihat dari pendapatan (yields) dari obligasi bersangkutan di pasaran sekunder.

Dalam Tabel 5 juga terlihat perbedaan pendapatan (yields) dari obligasi yang dikeluarkan oleh kelas risiko yang sama tetapi yang dinyatakan dalam mata uang yang berbeda. Secara nominal, belakangan ini pendapatan (yields) dari obligasi yang dinyatakan dalam US dollar lebih tinggi daripada yang dinyatakan dalam Deutsche mark dan Swiss franc.

¹ Lihat World Bank, *Annual Report 1977*. Dalam tahun 1976 lebih dari 60% dari penjualan obligasi oleh negara-negara berkembang berbentuk Euro-bond.

PASARAN OBLIGASI INTERNASIONAL

Tetapi secara riil, pendapatan (realized real yields) dari obligasi yang dinyatakan dalam US dollar lebih rendah daripada yang dinyatakan dalam Deutsche mark dan Swiss franc.

Tabel 5

PENDAPATAN (YIELDS) DARI OBLIGASI INTERNASIONAL*
(Menurut Kategori Peminjam dan Menurut Denominasi Mata Uang)
(Prosen per Tahun)

	1973 (Des.)	1977 (Des.)	1978 (Jan.)
Perusahaan Amerika			
US dollar	8,3 (0,8)	8,0 (0,2)	8,0 (1,1)
Deutsche mark	9,3 (0,9)	6,4 (2,5)	6,4 (3,2)
Swiss franc	6,7 (—2,1)	5,3 (4,0)	5,4 (3,4)
Perusahaan Eropa			
US dollar	8,6 (1,1)	8,4 (0,6)	8,6 (1,7)
Deutsche mark	9,3 (0,9)	6,8 (2,9)	6,8 (3,6)
Pemerintah			
US dollar	8,7 (1,2)	8,4 (0,6)	8,5 (1,6)

Sumber : Morgan Guaranty dan IMF, *International Financial Statistics*

* Pendapatan (yields) di pasaran sekunder. Angka-angka dalam kurung adalah pendapatan riil (realized real yields), dan diperoleh dari penyesuaian pendapatan nominal dengan tingkat inflasi yang berlaku untuk negara yang mata uangnya dijadikan denominasi obligasi bersangkutan.

Pendapatan riil (di pasaran sekunder) yang lebih tinggi dari obligasi yang dinyatakan dalam Deutsche mark dan Swiss franc dibandingkan dengan yang dinyatakan dalam US dollar menunjukkan kuatnya permintaan akan mata uang Jerman Barat dan Swiss. Kedua jenis mata uang ini — begitu pula yen — menarik bagi pasaran modal dan pasaran uang (money markets) oleh karena terkait pada negara-negara dengan tingkat inflasi yang relatif rendah serta kebijaksanaan moneter yang cukup stabil. Sebaliknya, mata uang negara-negara industri Barat lainnya, seperti lira, pound, franc (Perancis) dan US dollar, dipandang sebagai uang yang suplainya cenderung untuk ekspansi secara berlebihan (overexpansion) dan bersifat sangat fluktuatif. Tetapi permintaan yang kuat akan mata uang Jerman

ANALISA

Barat, Swiss, dan Jepang, juga menyebabkan nilai mereka meningkat dalam pasaran mata uang asing (foreign exchange markets) dengan akibat bahwa daya beli mereka menjadi "over-valued" relatif terhadap mata uang negara-negara industri Barat lainnya. Secara sepintas lalu, uraian di atas tampak bertentangan dengan fakta surplus perdagangan yang terus-menerus dari negara-negara tersebut. Tetapi surplus juga mencerminkan lemahnya permintaan di dalam negeri, hal mana juga merupakan akibat dari mata uang yang "overvalued".¹

PENUTUP

Uraian di atas, walaupun terbatas pada pasaran obligasi internasional — perkembangan serta faktor-faktor yang mempengaruhinya, juga memberikan gambaran umum mengenai perkembangan pasaran modal internasional secara keseluruhan. Sejak tahun 1974/75, arus modal internasional meningkat oleh karena terjadi ketimpangan yang menyolok dalam ekonomi dunia antara bagian yang kelebihan tabungan dan bagian yang kekurangan tabungan, masing-masing relatif terhadap kebutuhan (kemampuan) investasinya. Dalam melancarkan arus modal internasional antara unit-unit ekonomi dalam struktur ekonomi dunia serupa ini pasaran modal internasional, yaitu bank-bank internasional, memperoleh peranan yang sangat besar.

Struktur ekonomi dunia beserta arus dan mekanisme yang mengatur aliran modal internasional di atas akan mengalami perubahan *apabila* terjadi perubahan-perubahan yang sinkron antara unit-unit ekonomi yang berada di dalamnya. Dalam kerangka analisa ini, ekonomi dunia dapat dibagi dalam unit-unit sebagai berikut: (a) negara-negara OPEC surplus; (b) negara-negara industri Barat yang disebut "inherently surplus countries"; (c) Amerika Serikat sebagai unit ekonomi yang terbesar dengan mata uangnya yang masih tetap merupakan alat utama pengaturan (dan pembayaran) transaksi-transaksi dalam

¹ Lihat Harold van B. Cleveland, "A View from Wall Street: Demand Management Fails", dalam *The Washington Review*, Vol. 1 No. 1 (Januari 1978), hal. 78—88

ekonomi dunia; (d) negara-negara industri Barat lainnya, seperti Inggris, Perancis, dan Italia; (e) negara-negara berkembang, yang berpendapatan rendah (low-income LDCs) di satu pihak dan yang berpendapatan sedang dan tinggi (middle-and high income LDCs) di pihak lain. Perubahan-perubahan dalam tata hubungan antara unit-unit ekonomi ini akan tercermin dalam gerakan (movement) dari neraca pembayarannya masing-masing. Tetapi pada akhirnya, neraca pembayarannya masing-masing merupakan serangkaian "jendela-jendela" yaitu berupa neraca perdagangan (current account), neraca modal (capital account), serta neraca uang ("money account"), dan seberapa lebar masing-masing jendela tersebut dibuka (atau ditutup) untuk sebagian besar juga bergantung dari kebijaksanaan-kebijaksanaan negara yang bersangkutan.

Dalam struktur ekonomi dunia yang berlaku dewasa ini, ternyata hanya sebagian kecil dari kelompok negara-negara berkembang yang telah dapat mengambil manfaat. Meksiko dan Brazil, dua negara berkembang dengan "kekurangan tabungan relatif terhadap kebutuhan investasinya", merupakan contoh populer saat ini tentang keberhasilan negara yang sedang berkembang untuk mengaitkan dirinya kepada pasaran modal internasional. Akses ini tidak diperoleh tanpa usaha. Dalam rangka ini dapat dinilai arti penjualan obligasi RI di Jepang. Dari sudut nilai dan dibandingkan dengan kebutuhan Indonesia akan modal internasional, penjualan ini belum berarti. Tetapi sesedikitnya telah terbuka jalan untuk dapat diambil manfaat yang lebih besar dari struktur ekonomi dunia yang berlaku dewasa ini, yaitu kecukupan likwiditas yang sebagian besar disalurkan melalui pasaran modal internasional.

Tabel L-1

PINJAMAN DALAM BENTUK OBLIGASI INTERNASIONAL (Menurut Tempat Penjualan)
 Dalam Juta US\$

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978 ^s (JAN—MEI)
Jumlah Total	4.560	6.284	9.748	7.838	6.857	19.911	32.516	32.206	15.220
Euro-bonds	2.966		6.335	4.193	2.134	8.567	14.328	17.735	7.145
Foreign Bonds di	1.594	2.642	3.413	3.645	4.723	11.334	18.188	14.471	8.075
Amerika Serikat	1.216	1.104	1.353	1.019	3.291	6.460	10.602	7.286	3.336
Jerman Barat	89	308	500	362	253	1.089	1.288	2.096	571
Swiss	193	669	815	1.526	911	3.297	5.359	3.463	1.838
Jepang	15	92	311	271	0	67	226	1.271	1.883
Lain-lain	81	469	434	467	268	421	713	355	447

SUMBER : Morgan Guaranty Trust Company of New York, *World Financial Markets* (Berbagai Terbitan)

^s Angka sementara

Tabel L—2

PINJAMAN DALAM BENTUK OBLIGASI INTERNASIONAL
(Menurut Negara Peminjam)
Dalam Juta US\$

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Jumlah Total	4.560	6.284	9.748	7.838	6.857	19.911	32.516	32.206
Negara Industri Barat	3.800	4.930	7.415	5.829	5.390	15.214	24.200	22.554
Negara Komunis	0	25	50	0	40	239	96	248
Organisasi Internasional	686	1.231	1.719	1.345	1.165	3.873	6.626	5.839
Negara Berkembang	74	98	564	664	263	585	1.595	3.565

SUMBER : Morgan Guaranty Trust Company of New York, *World Financial Markets* (Maret 1978)