

BAB 2

INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM (IMS) DAN KRISIS FINANSIAL GLOBAL 2008

2.1. Sejarah Singkat *International Monetary System (IMS)*

Sistem Moneter Internasional (IMS) adalah pengaturan atau kesepakatan formal antarnegara atas nilai tukar masing-masing mata uang negara-negara dunia terhadap mata uang lainnya.⁵⁹ Sistem / ketentuan tersebut mengatur cara-cara/metode pembayaran yang dapat diterima antara pembeli (konsumen) dan penjual (produsen) dalam batas negara yang berbeda. Agar dapat berfungsi, sistem ini membutuhkan kepercayaan dari setiap partisipan di dalamnya, dan tentu saja setiap negara (bank sentral) harus dapat menyediakan cadangan kapital / likuiditas yang cukup akibat fluktuasi perdagangan internasional sehingga ekuilibrium ekonomi global, terutama nilai setiap entitas ekonomi bisa dikoreksi sewaktu-waktu sesuai nilai riilnya.

Menurut sejarawan perekonomian dunia, perjalanan perekonomian/sistem moneter global dapat dirunut mulai tahun 1870-an, terutama merujuk pada hegemoni Inggris pada abad itu dan perannya terhadap perekonomian global. Dalam bidang manufaktur/industri misalnya, Inggris Raya merupakan produsen dari sekitar setengah cadangan besi dan batu bara global, sementara hanya mengonsumsi kurang dari setengah kapas yang diproduksinya.⁶⁰ Dalam bidang finansial, pada periode 1870 – 1913 Inggris Raya merupakan negara yang memiliki stok emas global terbesar dan membiayai sekitar 60% kredit jangka pendek perdagangan global.⁶¹ Pada sekitar era tersebut para sejarawan menemukan bahwa terdapat jaringan keuangan antarnegara yang cukup luas sehingga pantas disebut sebagai sistem keuangan internasional atau *International Monetary System (IMS)*. Pada saat itu, terdapat penyatuan mata uang-mata uang di beberapa kawasan (regional), seperti *Latin Monetary Union* (Belgia, Italia, Swiss, dan Perancis) dan *Scandinavian Monetary Union* (Denmark, Norwegia, Swedia, dan lain-lain). Jika terdapat transaksi internasional di antara negara-negara yang tidak termasuk anggota moneter itu maka sistem pembayaran yang berlaku adalah dengan menggunakan sistem standar emas. Hal

⁶⁰ Paul Kennedy, *The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000*, London: Unwin Hyman, 1988, h. 151.

⁶¹ Andrew Walter, *World Power and World Money: The Role of Hegemony and International Monetary Order*, London: Harvester Wheatsheaf, 1991, h. 88.

tersebut juga berlaku bagi negara-negara induk maupun negara-negara koloni/jajahan. Inilah yang kemudian merujuk sebagai abad globalisasi pertama.⁶²

Secara garis besar, selama satu abad lebih dari tahun 1870 hingga sekarang, periodisasi IMS dapat dibagi menjadi tiga, yaitu masa praperang dunia, masa perang dunia, dan masa pascaperang dunia. Pengelompokan/periodisasi dilakukan berdasarkan perbedaan karakteristik sistem moneter internasional dengan ciri khasnya masing-masing, sesuai dengan keadaan ekonomi-politik dunia dari tiga periode waktu yang berbeda. Dengan pengelompokan tersebut, subbab ini akan menguraikan secara garis besar tentang perkembangan IMS selama kurun waktu dua belas dasawarsa atau lebih tersebut.

2.1.1. IMS: Masa Praperang Dunia

Terbentuknya sistem keuangan berstandar emas sejak 1875 atas inisiasi Inggris yang kemudian diikuti oleh negara-negara dunia lainnya, terutama Eropa menandai salah satu kejadian penting dalam sejarah pasar mata uang dunia. Sebelum standar emas berjalan secara luas, negara-negara dunia menggunakan emas dan perak sebagai alat pembayaran internasional (bimetal). Ide dasar di balik standar emas (atau *gold standard*) adalah pemerintah masing-masing negara menjamin pertukaran mata uang ke jumlah tertentu dalam hitungan emas (*fixed weight*) dan sebaliknya (konvertibilitas). Dengan kata lain, mata uang akan didukung oleh emas (*backed by gold*). Sudah barang tentu, akibatnya pemerintah membutuhkan cadangan emas yang cukup untuk memenuhi permintaan pertukaran mata uang. Pada akhir abad 19, seluruh negara ekonomi utama telah menentukan nilai mata uangnya dalam ons emas.⁶³ Perbedaan nilai ons emas antara dua mata uang menjadi nilai tukar (*exchange rate*) bagi dua mata uang tersebut. Hal ini menjadi alat standardisasi pertama mata uang dalam sejarah. Masalah utama dalam penggunaan emas dan perak ini adalah nilainya yg dipengaruhi oleh *external supply and demand*. Sebagai contoh, penemuan tambang emas baru di tempat lain akan membuat harga emas global cenderung menurun.

⁶² John Ravenhill, *Global Political Economy*, New York: Oxford University Press, 2005, h. 7, 328.

⁶³ Inggris Raya beserta negara-negara koloninya, AS, Eropa Barat (Jerman, Perancis, Italia), dan Rusia. Beberapa negara maju mengadopsi sistem tersebut atas dasar kemudahan pembayaran dan stabilitas moneter, beberapa atas dasar prestise, sementara negara-negara berkembang yang ingin menarik investasi dari negara maju kemudian mengaplikasikan *gold standard*, lih. Andrew Walter, *ibid.*, terutama subbab 4.3, "*Britain and the Emergence of the Gold Standard*" h. 90 – 92.

Penting untuk diketahui bahwa suatu negara yang menggunakan standar emas sebenarnya dapat dikatakan tidak memiliki perjanjian formal khusus antarnegara dalam kaitannya dengan sistem pembayaran internasional. Dalam kegiatan perdagangan internasional pada masa itu yang digunakan adalah aturan yang tidak tertulis (hukum pasar) di mana bank-bank dan bank sentral yang beroperasi dimiliki oleh swasta dan/atau semiprivat. Sistem tersebut dimulai pada tahun akhir abad ke-18, dan tidak lahir atas prakarsa seseorang atau satu negara atau satu institusi tertentu, melainkan atas hasil evolusi praktik-praktik pelaksanaan transaksi ekonomi internasional pada umumnya, dan transaksi pembayaran antarnegara pada khususnya.⁶⁴

Negara yang menggunakan sistem standar emas menentukan sendiri mata uangnya dalam nilai emas tertentu, dan kemudian bank sentral diperbolehkan membeli atau menjual emas secara bebas sesuai dengan kurs yang telah ditetapkan. Penetapan tersebut dengan catatan bahwa negara terkait memiliki stok emas yang cukup dengan mata uang yang dicetaknya. Contohnya, Amerika menetapkan bahwa US\$ 4 = 0,5 gram emas, dan Inggris menetapkan bahwa £ 1 = 0,5 gram emas maka kurs antara dollar dan poundsterling adalah £1 = US\$ 4. Kurs ini akan stabil selama syarat-syarat di atas dipenuhi dan lalu-lintas emas bebas.

Dalam realitanya, kurs ini akan berubah-ubah di dalam batas-batas yang ditentukan oleh besarnya ongkos angkut emas. Sebagai contoh: ongkos angkut setiap 0,5 gram emas adalah US\$ 0,05 maka batas tertinggi kurs poundsterling adalah 1 = US\$ 4,50 (titik emas ekspor), dan batas terendahnya adalah £ 1 = US\$ 3,50 (titik emas impor). Apabila kurs di pasar 99 melebihi £ 1 = US\$ 4,50 maka akan terjadi aliran emas keluar Amerika. Artinya, pembayaran transaksi ke Inggris akan lebih murah bila dibayar dengan emas sehingga kurs poundsterling tidak akan lebih tinggi dari £ 1 = US\$ 4,50. Sebaliknya, bila kurs di bawah titik emas impor (misalnya £1 = US\$ 3,00) maka terjadi aliran emas masuk ke Amerika. Artinya, bila Amerika surplus di dalam neraca perdagangan luar negerinya maka surplus tersebut akan lebih menguntungkan bagi Amerika bila diterima dalam bentuk emas.

⁶⁴ “The nineteenth-century gold standard system did not emerge as the result of an international convention or agreement imposing a set of formal obligations on the member countries. It sprang up spontaneously through the recognition by various individual nations of certain common objectives, chief among them being exchange stability”, lih. League of Nations (Ragnar Nurkse), *International Currency Experience*, Princeton, New Jersey: League of Nations, 1944, h. 231.

Standar emas berbeda dengan mata uang fiat (*fiat money*). Dalam mata uang fiat, nilai mata uang ditentukan berdasarkan kepercayaan terhadap kemauan pemerintah menjaga integritas mata uang tersebut. Seringkali kepercayaan tersebut disalahgunakan. Pemerintah tertentu selalu tergoda menerbitkan uang baru karena biaya produksi penerbitan tersebut praktis nol. Dengan menggunakan standar emas, nilai mata uang didasarkan pada stok emas. Pemerintah tidak bisa seenaknya menambah jumlah uang yang beredar karena suplai uang dibatasi oleh suplai emas. Mekanisme penyesuaian kurs dalam standar emas bisa digambarkan melalui mekanisme *price-specie-flow mechanism* (*specie* merujuk pada mata uang emas).⁶⁵ Dengan proses tersebut, kurs mata uang bisa terjaga selama negara-negara di dunia memakai emas sebagai standar nilai uangnya. Inflasi yang berkepanjangan tidak akan terjadi dalam situasi semacam itu. Sistem ini dapat berjalan baik hingga meletusnya Perang Dunia I (1914-1918).

2.1.2. IMS: Masa Perang Dunia (1914-1945)

Ketika Perang Dunia I pecah pada tahun 1914, sistem *gold standard* berhenti berfungsi. Perekonomian global terpecah-pecah menjadi satuan kecil unit-unit perekonomian nasional. Dengan lepasnya keterkaitan sistem moneter dan juga sistem harga antarnegara maka perkembangan harga, kesempatan kerja, dan aktivitas ekonomi lainnya pada umumnya bergerak sendiri-sendiri dengan perbedaan yang cukup besar antara satu dan lainnya.

⁶⁵ Dalil yang dikemukakan oleh ekonom Inggris David Hume bahwa suatu negara harus berusaha untuk menciptakan negara perdagangan positif (*positif balance of trade*) atau sebagai basis pengekspor (*net export*). Menurutnya, ketika sebuah negara memiliki neraca perdagangan yang positif maka emas akan mengalir masuk ke dalam negara tersebut sebanyak jumlah ekspor yang lebih itu. Sebaliknya, jika neracanya negatif maka emas akan mengalir keluar dari negara tersebut sebanyak jumlah impor yang negatif tersebut.

Gambar 2 Perdagangan Global pada Era Proteksionisme 1930-an



Sumber: IMF, *About the IMF*, Mei 2010.

Pada ilustrasi statistik di atas dapat kita simak bahwa perdagangan global berangsur-angsur menurun selama periode Depresi Besar 1930-an di mana titik terendah perdagangan global turun sebanyak lebih dari 60% dibandingkan pada tahun 1929 sebelum krisis terjadi. Pada dasarnya, aktivitas perekonomian nasional dan global didorong dan didukung oleh kebijakan negara-negara atas sektor perekonomiannya masing-masing yang kemudian berimplikasi global.

Selama masa perang dunia dan terutama pada masa Depresi Besar (*the Great Depression*) tahun 1929 - awal 1940-an, hampir semua negara dunia mempraktikkan sistem pengawasan devisa, kebijakan proteksionisme, dan terutama "*beggar thy neighbour policy*".⁶⁶ Dalam sistem ini, kurs valuta asing tidak lagi diserahkan pada mekanisme pasar, melainkan ditentukan oleh pemerintah yang bersangkutan. Penggunaan valuta asing juga tidak lagi bebas, dan ditentukan oleh pemerintah melalui prosedur "*exchange quota*". Fenomena lain adalah gejala inflasi yang tinggi. Pada masa perang besar lazim terjadi inflasi yang tinggi karena biaya perang yang besar sementara defisit anggaran negara harus ditutup dengan terus

⁶⁶ Yang dimaksud dengan kebijakan ini adalah kebijakan ekonomi suatu negara yang mencari keuntungan nasionalnya dengan mengorbankan (*at the expense of*) negara (-negara) tetangganya. Secara global, kebijakan yang dijalankan secara terpisah ini akan merusak hubungan ekonomi internasional. Contoh-contoh kebijakan ini pada era perang dunia, seperti praktik devaluasi nominal yang kemudian meningkatkan daya saing harga produk ekspor, "*cheap money*" di Inggris, ekspansi fiskal di Swedia, autarki Jerman atas kegiatan manufakturnya, dll. Lih. Barry Eichengreen & Jeffrey Sachs, *Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s* *Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s*, Cambridge University Press: *The Journal of Economic History*, Vol. 45, No. 4, Desember 1985, h. 925-927 untuk penjelasan lebih mendalam.

mencetak uang kertas atau membelanjakan kekayaan negara lainnya (cadangan valuta asing contohnya). Tidak sedikit negara yang tadinya berstatus sebagai negara kreditor kemudian menjadi negara debitor akibat perang besar ini, termasuk hegemon seperti Inggris. Ini dapat dilihat dari tingkat kenaikan harga dengan acuan pembandingan tahun 1913 hingga 1924, tingkat harga di AS naik 2,72 kali; di Inggris 3,3 kali; di Perancis 8,0 kali, dan wilayah-wilayah Eropa lainnya yang tingkat kenaikannya lebih tinggi lagi. Inggris sendiri mengalami penurunan kurs nominal mata uangnya hingga 25% dibandingkan era sebelum perang.⁶⁷

Setelah PD I usai, kegiatan perekonomian global diarahkan kembali pada rekonstruksi sarana dan prasarana masing-masing negara, serta pembenahan kembali lembaga-lembaga ekonomi, baik yang bersifat swasta, semiswasta, maupun nasional, baik domestik maupun internasional. Beberapa negara Eropa bahkan berusaha mengembalikan kejayaan *gold standard* seperti semula, antara lain seperti Inggris, Perancis, dan lain-lain meski tidak mencapai hasil yang maksimal seperti masa-masa sebelum perang. Perubahan lain tampak di mana pusat keuangan dunia yang tadinya ada di London, Inggris kemudian beralih ke New York, AS secara perlahan-lahan.⁶⁸ Inggris yang pada masa sebelum perang dunia adalah hegemon, kemudian menjadi berhutang banyak terhadap AS. AS lalu menjadi kekuatan finansial terbesar saat itu dan menjadi kreditor dunia, terutama atas negara-negara Eropa yang porak poranda akibat perang dunia. Masalah timbul ketika AS yang dengan status baru itu menolak sebagai “*international lender of last resort*” dan menaikkan hambatan perdagangan akibat Depresi Besar yang menimpa AS. Total sebanyak 1345 bank Amerika kolaps karena Depresi Besar sehingga AS pun membatalkan semua permohonan pembatalan pembayaran hutang negara-negara debitornya.⁶⁹

Masalah lain yang juga timbul yakni penentuan kurs arta yasa, yaitu nilai mata uang domestik yang ditentukan dalam emas, akibat sudah lama terputusnya hubungan sistem moneter dan sistem tingkat harga antarnegara karena perang. Penentuan kurs suatu mata uang yang terlalu tinggi (apresiasi nominal) atau perendahan (depresiasi nominal) dapat menimbulkan kerugian yang serius bagi semua yang terlibat di dalamnya. Contohnya, ketika mata uang Poundsterling dinilai terlalu tinggi. Konsekuensinya, Inggris mengalami kesulitan

⁶⁷ Andrew Walter, *op.cit.*, h. 118.

⁶⁸ Robert Gilpin, *The Political Economy of International Relations*, Princeton: Princeton University Press, 1987, h. 129-130.

⁶⁹ Stephen J. Lee, *Aspects of European history, 1789-1980*, London: Routledge, 1987, h. 135.

dalam neraca pembayarannya. Untuk mengurangi defisit, Inggris terpaksa mendeflasikan perekonomiannya dengan konsekuensi jumlah pengangguran yang meningkat. Selain itu, momentum pengembalian ke *gold standard* tidak dilakukan secara serentak di semua negara. Hal itu berarti bahwa ekuilibrium yang telah dicapai oleh negara-negara yang sudah menerapkannya kembali mengalami guncangan jika ada negara lain yang baru kembali ke sistem *gold standard* dengan kurs arta yasa yang kurang realistis. Perbedaan konstelasi seperti inilah yang antara lain menyebabkan kurang maksimalnya ide kembali ke *gold standard* sehingga pada saat itu sempat diberlakukan kurs mata uang mengambang (*floating currency*).⁷⁰

2.1.3. IMS: Masa Pascaperang Dunia

2.1.3.1. Rezim Bretton Woods (*Fixed Exchange Rate*)

Menjelang berakhirnya Perang Dunia II, negara-negara sekutu (*allied countries*), terutama yang diprakarsai oleh didukung Amerika Serikat dan Inggris berinisiatif untuk memperbaiki sistem keuangan global yang porak poranda akibat ditinggalkannya sistem *gold standard*. Inisiatif tersebut juga mendapat sambutan yang hangat dari banyak negara berhubung semakin kuatnya semangat liberalisme dan kepedihan akibat perang dunia. Pada Juli 1944 di Bretton Woods, Hampshire, AS keinginan tersebut tercapai. Lebih dari 700 perwakilan 45 negara menghadiri konferensi tersebut, dan menghasilkan sistem Bretton Woods⁷¹ yang memiliki dua agenda utama; pertama adalah mendorong pengurangan tarif dan hambatan perdagangan internasional, dan kedua yaitu menciptakan kerangka ekonomi global demi meminimalisir konflik ekonomi dan mencegah terulangnya perang dunia.⁷² Dalam rangka mencapai tujuan tersebut, rezim Bretton Woods diciptakan dengan membatasi kerja sama *ad hoc* dalam dua isu utama, yaitu dalam hal sistem pembayaran internasional dan dalam hal

⁷⁰ Inggris sempat menginisiasi konferensi Genua 1922 untuk mengembalikan sistem standar emas, tapi usaha tersebut gagal salah satunya karena tidak adanya dukungan AS yang saat itu tidak hadir karena tidak ingin mengakui Uni Soviet secara de facto, lih. Andrew Walter, *op.cit.*, h. 125-126.

⁷¹ Robert Gilpin, *op.cit.*, h. 131.

⁷² Peter Malanczuk, *Akehurst's Modern Introduction to International Law*, New York: Routledge, 1997, h. 223.

nilai internasional atas medium pembayaran itu.⁷³ Ringkasnya, rezim Bretton Woods memiliki tiga fitur penting, antara lain:

1. Metode nilai tukar tetap (*fixed exchange rate*);
2. US dollar atau US\$ menggantikan standar emas dan menjadi mata uang cadangan utama; dan
3. Pembentukan tiga badan internasional yang menaungi segala aktivitas perekonomian global, yaitu International Monetary Fund (IMF), International Bank for Reconstruction and Development (sekarang World Bank), dan General Agreements on Tariffs and Trade / GATT (sekarang World Trade Organization / WTO).

Sistem “*Fixed Exchange Rate*” dalam rezim Bretton Woods menggunakan konsep nilai paritas mata uang (nilai eksternal). Sesuai ketentuan IMF, semua mata uang negara-negara anggotanya harus ditetapkan sesuai harga Dollar Amerika (US\$) atau terhadap harga emas dengan ekuivalennya. Sementara US\$ sendiri ditetapkan konvertibel terhadap harga emas sebesar 1 ons emas = US\$ 35.⁷⁴ Nilai Dollar US yang ditetapkan terhadap harga emas ini tidak boleh diubah, kecuali dalam keadaan yang sangat mendesak.⁷⁵ Atas dasar demikian, rezim Bretton Woods dikenal juga sebagai “*gold dollar standard system*”.

Setelah nilai paritas mata uang suatu negara yang bersangkutan ditetapkan maka tugas pemerintah negara anggota selanjutnya adalah menjaga agar kurs yang berlaku tidak menyimpang dari batasan-batasan yang ditetapkan, yaitu tidak kurang dan tidak lebih dari nilai paritas plus-minus satu persen.⁷⁶ Sementara AS sendiri yang mata uangnya *numeraire*⁷⁷ bebas dari kewajiban menjaga/mengawasi nilai paritas mata uangnya terhadap mata uang asing. Meski demikian, AS harus menjaga (serta menjamin) cadangan emas yang cukup dengan jumlah US Dollar yang dicetak/beredar di negaranya dan di negara-negara asing.

⁷³ Ernest H. Stern, *The Agreements of Bretton Woods*, Blackwell Publishing, *The London School of Economics and Political Science, The Suntory and Toyota International Centres for Economics and Related Disciplines*, *Economica*, New Series, Vol. 11, No. 44, November 1944, h. 165.

⁷⁴ Clyde Prestowitz, *Rogue Nation: American Unilateralism and the Failure of Good Intentions*, first edition, New York: Basic Books, 2003, h. 71.

⁷⁵ Antara lain krisis finansial, stagflasi, dan depresi ekonomi.

⁷⁶ *Ibid.*, h. 70.

⁷⁷ Istilah teknis keuangan untuk satu mata uang yang merupakan patokan nilai paritas dari mata uang-mata uang asing lainnya.

Dari ketiga institusi yang terbentuk sejak rezim Bretton Woods berdiri, IMF merupakan salah satu badan internasional yang paling banyak berperan dalam pembentukan sistem moneter moderen, selain International Bank for Reconstruction and Development / IBRD (sekarang World Bank) yang tugas utamanya adalah menyediakan kapital bagi proses rekonstruksi negara-negara yang berperang. Peran IMF yang dominan tersebut tercermin salah satunya dari enam butir tujuan dasarnya, antara lain:⁷⁸

1. Untuk memajukan kerja sama moneter internasional dengan cara mendirikan lembaga (IMF);
2. Untuk memperluas perdagangan dan investasi dunia;
3. Untuk memajukan stabilitas kurs valuta asing;
4. Untuk mengurangi dan membatasi praktik-praktik pembatasan terhadap pembayaran internasional;
5. Untuk menyediakan dana yang dapat dipinjamkan dalam bentuk pinjaman jangka pendek atau jangka menengah yang dibutuhkan guna mempertahankan kurs valuta asing yang stabil selama neraca pembayaran mengalami defisit yang sifatnya sementara, sampai dapat diatasi dengan cara menyesuaikan tingginya kurs devisa; dan
6. Untuk memperpendek dan memperkecil besarnya defisit atau surplus neraca pembayaran.

Pada awal berdirinya, IMF memiliki 29 negara anggota yang menandatangani *Article of Agreement*.⁷⁹ Sekarang IMF beranggotakan 186 negara anggota dan bekerja sama secara aktif dengan beberapa institusi keuangan internasional terkait penanganan krisis finansial global, termasuk mengumpulkan dan menganalisis data-data ekonomi dan keuangan negara-negara anggotanya. IMF menggunakan dua metode berbeda dalam mengakses dan mengolah

⁷⁸ Loring C. Farwell (ed.), *Financial Institutions*, fourth edition, Illinois: Richard D. Irwin Inc., 1966, h. 732.

⁷⁹ IMF, *IMF external publication*, Mei 2010. *IMF Article of Agreement* ditandatangani pada United Nations Monetary and Financial Conference, Bretton Woods, New Hampshire, 22 Juli 1944, dan berlaku efektif pada 27 Desember 1945. Diamandemen secara efektif pada 28 Juli 1969 dengan modifikasi yang disetujui *Board of Governors* dalam Resolusi No. 23-5, ditandatangani pada 31 Mei 1968; Diamandemen secara efektif pada 1 April 1978 dengan modifikasi yang disetujui oleh *Board of Governors* dalam Resolusi No. 31-4, ditandatangani pada 30 April 1976; Diamandemen secara efektif pada 11 November 1992 dengan modifikasi yang disetujui oleh *Board of Governors* dalam Resolusi No. 45-3, ditandatangani pada 28 Juni 1990; dan diamandemen secara efektif pada 13 Agustus 2009 dengan modifikasi oleh *Board of Governors* dalam Resolusi No. 52-4, ditandatangani pada 3 September 1997.

data-data, serta statistik ekonomi negara-negara anggotanya tersebut, yaitu the General Data Dissemination System (GDDS) dan the Special Data Dissemination Standard (SDDS).⁸⁰

Para pendiri IMF⁸¹ bertujuan untuk menentukan sistem kurs internasional yang relatif stabil, dan mengurangi bentuk-bentuk kerjasama bilateral dan regional yang terjadi selama masa perang. Mereka berusaha membuat aturan-aturan untuk mengatur kurs, ketersediaan mata uang internasional dan mekanisme penyesuaian apabila terjadi fluktuasi dalam neraca pembayaran (*balance of payments*) suatu negara. Ketiga hal tersebut sebenarnya yang merupakan kunci berjalannya sistem standar emas, yaitu kurs yang telah tertentu antara mata uang dalam negeri dengan emas, tersedianya emas di dalam perekonomian, dan mekanisme penyesuaian kurs apabila suatu negara mengalami kesulitan akibat gejolak dalam neraca pembayaran luar negerinya. Dalam sistem Bretton Woods, US dollar berfungsi sebagai mata uang internasional pengganti emas. Setiap anggota IMF (dalam sistem ini) sepakat menentukan kurs mata uang masing-masing dalam US dollar (atau ekuivalennya dengan emas yaitu 1/35 ons). Selanjutnya, setiap negara harus menjaga supaya fluktuasi kurs mata uangnya tidak lebih dari 1 persen. Dengan demikian, bank sentral harus mengamati pasar valuta asing dan melakukan intervensi untuk menjaga agar kurs mata uangnya stabil. Apabila kurs mendekati titik maksimum bank sentral menjual US dollar, dan apabila kurs mendekati titik minimum bank sentral harus membeli dollar.

Dengan berlakunya sistem ini, mata uang internasional negara-negara anggota IMF menjadi saling terkait. Hal ini karena apabila suatu mata uang sudah ditentukan kursnya terhadap US dollar berarti juga sudah ditentukan kursnya terhadap mata uang lainnya. Misalnya, DM (Deutsche Mark) 2,5 = US \$ 1, dan Yen 240 = US \$1 maka dapat dihitung bahwa kurs DM dan Yen adalah Yen 96 = DM 1.

Untuk dapat memenuhi tugas menjaga kestabilan kurs, tentu saja bank sentral harus memiliki cadangan mata uang internasional. Cadangan ini harus dipertahankan untuk mengendalikan kurs dari hari ke hari. Cadangan yang dipegang sebenarnya bisa berupa emas

⁸⁰ GDDS resmi diaplikasikan di IMF pada Oktober 1995, dan SDDS pada 1996. Perbedaan mendasar di antara kedua metode itu adalah SDDS bersifat lebih preskriptif dibandingkan GDDS. GDDS hanya berisikan tentang rekomendasi IMF tentang praktik produksi dan diseminasi statistik, GDDS terbuka bagi semua negara anggota kreditor IMF (*the Fund*), sementara SDDS hanya ditujukan bagi negara-negara yang terlibat dalam atau ingin memiliki akses ke kapital internasional, lih. <http://dsbb.imf.org/pages/GDDSDiffSDDS.aspx>. Diakses pada tanggal 1 Juni 2010. Untuk daftar lengkap mengenai komposisi negara-negara yang diaplikasikan GDDS dan SDDS lih. Lampiran B.

⁸¹ John Maynard Keynes (Inggris) dan Harry Dexter White (AS) merupakan dua tokoh intelektual utama pendiri IMF.

atau mata uang lainnya, sepanjang kursnya mengikuti kurs US dollar. Namun dalam praktiknya, lebih banyak cadangan dalam bentuk US dollar dan UK Poundsterling. Perkembangan perekonomian negara-negara anggota IMF ternyata juga tidak sama. Ada negara yang memiliki pertumbuhan impor tinggi, dan ada yang eksportnya tinggi. Dengan demikian, terdapat negara-negara yang cadangan emas dan US dollarnya semakin besar, namun ada pula yang kehabisan (*shortage*). Bagi negara yang kekurangan devisa wajib berupaya memiliki cadangan agar kursnya stabil, namun bagi negara yang surplus kursnya ternyata masih bisa dipertahankan tidak harus melepas semua surplusnya (ingat bahwa naiknya ekspor tidak semata-mata karena kurs yang timpang, tetapi banyak faktor lain misalnya karena keunggulan teknologi). Implikasi dari ketimpangan ekonomi tersebut adalah timbulnya deflasi di negara-negara yang defisit US dollar.

Dilema di atas muncul pada masa tahun 1950-an. Karena kebutuhannya untuk membiayai angkatan perangnya di luar negeri, Amerika mulai mengalami defisit. Pada mulanya defisit ini disambut gembira oleh masyarakat internasional karena defisit Amerika berarti semakin banyak US dollar di dalam perekonomian internasional. Di samping itu, cadangan emas Amerika memang besar sehingga masyarakat internasional yakin bahwa mereka akan tetap bisa menukarkan US dollar dengan emas, apabila diperlukan. Namun demikian, mereka mulai menyangsikan sistem ini karena di satu pihak mereka harus bekerja keras menahan defisit, di pihak lain Amerika "diberi hak" untuk defisit. Selain 'kecemburuan' di atas, naiknya defisit Amerika setelah tahun 1958 menimbulkan kesangsian bagi masyarakat internasional apakah Amerika mampu untuk menahan emasnya (menyediakan emas sebagai pengganti US dollar berapa pun yang diminta). Akibatnya, mereka cenderung lebih menyukai emas daripada US dollar. Padahal, untuk menutup permintaan tersebut produksi emas harus mampu mengimbangi pertumbuhan transaksi perekonomian internasional. Sampai pada kecenderungan ini, IMF mulai menghadapi dilema karena di satu pihak bila membiarkan defisit Amerika memang pasokan US dollar di pasaran internasional akan mampu mengimbangi pertumbuhan transaksi, namun akan meningkatkan keraguan atas kemampuan Amerika dalam menyediakan cadangan emas. Di lain pihak, untuk menekan defisit Amerika IMF harus mengurangi pasokan cadangan internasional sementara hal itu justru menghambat transaksi internasional.⁸² Pada praktiknya, akibat dilema tersebut neraca perdagangan AS terus mengalami defisit, dan kepercayaan masyarakat internasional

⁸² Lih. Jane D'Arista, *Dollars, Debt, and Dependence: The Case for International Monetary Reform Dollars, Debt, and Dependence: The Case for International Monetary Reform*, M.E. Sharpe, Inc: Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 26, No. 4, Summer 2004, terutama h. 558-561.

terhadap US dollar sebagai mata uang internasional satu-satunya semakin menurun. Beberapa negara, contohnya Perancis bahkan terus menumpuk emas dengan implikasi terdepresiasinya nilai US dollar.⁸³ Mengamati situasi ini, John Maynard Keynes seorang ekonom Inggris, dalam negosiasi di Bretton Woods pada tahun 1944 sempat mengantisipasinya, yaitu dengan menggagas tentang perlunya satu mata uang internasional baru yang disebut “Bancor”, tapi kandas oleh pengaruh Amerika, dan seperti yang telah kita ketahui bahwa *gold dollar*-lah yang berlaku dalam rezim Bretton Woods.⁸⁴

Perkembangan di atas berlanjut hingga akhir dasawarsa 1960-an. Pada tanggal 15 Agustus tahun 1971, presiden Richard Nixon mengumumkan bahwa Amerika tidak mampu lagi mempertahankan komitmennya untuk membeli dan menjual emas dengan harga US\$ 35 per ons. Dengan demikian, sistem Bretton Woods tidak bisa dipertahankan lagi, dan sistem kurs mengambang (*floating exchange rate*) berlaku hingga sekarang.⁸⁵

2.1.3.2. *Special Drawing Right (SDR)*

Special Drawing Right (SDR) adalah unit cadangan moneter yang ada di IMF. Unit yang memiliki nama lain “*paper gold*” ini diciptakan pada tahun 1969 untuk mendukung rezim Bretton Woods (sistem kurs tetap). SDR bukan sebuah mata uang dan juga bukan sebuah *claim*⁸⁶ di IMF, melainkan *potential claim* atas mata uang negara-negara anggota IMF yang berlebih (*free usable currencies*).⁸⁷ Pemegang SDR dapat menukarkan SDR yang dimilikinya dengan mata uang negaranya (mata uang domestiknya) yang beredar di pasar asing/internasional, biasanya untuk menjaga nilai kurs mata uangnya. Pada awalnya, nilai 1 SDR bernilai 0.888671 gram emas murni atau ekuivalen dengan 1 US\$. Akan tetapi, dengan runtuhnya rezim Bretton Woods sejak tahun 1970-an nilai SDR ditentukan berdasarkan gabungan nilai kurs (*basket of currencies*) US dollar, Euro, Yen, dan Poundsterling.⁸⁸ Komposisi nilai SDR yang terdiri atas gabungan empat mata uang itu ditinjau setiap lima tahun sekali oleh Dewan Eksekutif IMF dengan mempertimbangkan signifikansi relatif mata

⁸³ Laurence Copeland, *Exchange Rates and International Finance*, fourth edition, New York: Prentice Hall, 2005, h. 10–35.

⁸⁴ Lih. Donald Markwell, *John Maynard Keynes and International Relations: Economic Paths to War and Peace*, Oxford & New York: Oxford University Press, 2006, untuk penjelasan lebih mendalam.

⁸⁵ *Ibid.*

⁸⁶ Hak ekonomis kreditor (penyedia kredit) atas debitor (peminjam kredit), lih. Hendrik S. Houthakker & Peter J. Williamson, *The Economics of Financial Markets*, New York: Oxford University Press, 1996, h. 8.

⁸⁷ IMF, *IMF Factsheet*.

⁸⁸ *Ibid.*

uang-mata uang yang ada dalam perdagangan internasional dan sistem finansial dunia.⁸⁹ Hingga Januari 2010, total terdapat SDR 380 milyar yang ada di IMF.⁹⁰

Secara normatif, SDR dibuat untuk mengantisipasi keadaan kurang tersedianya US dollar atau cadangan emas di pasaran internasional. Akan tetapi, pada praktiknya ada beberapa negara atau kelompok negara yang mematok kurs mata uangnya terhadap SDR (*pegged rate*). Dalam kaitannya dengan krisis finansial global sekarang, SDR memainkan peran yang cukup penting sebagai cadangan internasional di IMF. Hal tersebut tercermin dari peningkatan alokasi kapital SDR oleh negara-negara anggota IMF yang digariskan salah satunya dalam komunike G-20 (lihat tabel 3 di bab III).

2.1.4. IMS: PascaBretton Woods – Sekarang dan Dinamika Siklus Ekonomi-Politik Dunia

Rezim Bretton Woods yang pada ketentuannya mematok konvertibilitas US\$ terhadap emas (kurs tetap/*fixed rate*) berhenti berfungsi pada tahun 1971. Pada saat itu, ada usaha untuk mencapai kesepakatan bersama terhadap rezim moneter internasional, salah satunya melalui *Smithsonian Agreement* yang diadakan pada bulan Desember 1971. Kesepakatan-kesepakatan yang dicapai antara lain, seperti devaluasi US Dollar dari 1 ons emas = US\$ 35 menjadi US\$ 38, dan titik dukung fluktuasi kurs yang semula 1% menjadi 2,25%.⁹¹ Akan tetapi, meski perjanjian ini telah ditempuh Amerika tetap pada pendiriannya tidak ingin mengonvertibelkan US\$ terhadap emas. Amerika membiarkan mata uangnya mengambang terhadap mata uang-mata uang lain, sistem ini dikenal sebagai *managed float system* atau sistem ‘mengambang terkendali’. Di lain pihak, negara-negara lain ada yang mengikuti pilihan AS, ada juga yang menetapkan *pegged system* atau mematok mata uangnya terhadap mata uang tertentu. Dengan demikian, ketentuan-ketentuan awal IMF juga tidak diikuti lagi oleh negara-negara anggotanya, terutama poin yang mengharuskan untuk mematok konvertibilitas mata uangnya terhadap US\$ atau emas.

⁸⁹ Peninjauan SDR yang terakhir adalah November 2005 dengan komposisi sebagai berikut: US dollar (44%), euro (34%), Japanese Yen (11%), dan Poundsterling (11%). Peninjauan selanjutnya akan dilakukan pada akhir tahun 2010, lih. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2005/pr05265.htm>. Diakses pada tanggal 10 Mei 2010.

⁹⁰ IMF, *IMF online data and statistics*, Mei 2010.

⁹¹ *Smithsonian Agreement* dihadiri oleh G-10 dengan hasil kesepakatan para anggota G-10 mematok konvertibilitas mata uangnya terhadap US dollar. Akan tetapi, komitmen ini hanya bertahan beberapa bulan, dan semua negara terkait kembali mengadopsi *floating system*, lih. Edna Carew, *The Language of Money 3*, East Melbourne, Australia: Allen & Unwin, 1996, h. 39-40, 175.

Setelah gagalnya *Smithsonian Agreement* yang berimplikasi pada terdevaluasinya nilai US dollar dan kurs *mainstream* negara-negara dunia mengambang, fluktuasi kurs mata uang dunia menjadi semakin tinggi dan semakin sulit diprediksi. Dalam terminologi ekonomi-finansial, siklus *boom and bust* kembali terjadi. Kejadian penting pertama setelah Bretton Woods berakhir adalah embargo minyak bumi oleh negara-negara OPEC (Oktober 1973). Embargo tersebut merupakan respons kartel OPEC, terutama negara-negara Arab yang merupakan produsen minyak terbesar di dunia atas keputusan AS yang mendukung tentara Israel dalam perang Yom Kippur.⁹² Akibat embargo ini, pasar saham dunia mengalami *crash* di mana negara-negara barat, terutama Amerika dan Inggris mengalami resesi ekonomi yang paling parah setelah Depresi Besar 1930. Pasar saham AS⁹³ kehilangan 45% nilainya, pertumbuhan GDP riil AS menjadi -2,1% dari sebelumnya 7,2%, dan tingkat inflasi mencapai 2 digit, 12,3% pada 1974. Pasar saham Inggris kehilangan nilai sebesar 73%, pertumbuhan GDP-nya menjadi 1,1%. Implikasinya, pasar finansial dan kredit dibekukan dalam mengantisipasi terulangnya kembali Depresi Besar 1930.⁹⁴

Kejadian historis penting kedua, yakni krisis hutang negara-negara Amerika Latin yang dimulai dari Meksiko pada era 1980-an. Sebelum krisis terjadi tepatnya pada periode 1960-an hingga 1970-an, negara-negara Amerika Latin terutama Meksiko, Brazil, dan Argentina memiliki kebijakan untuk meminjam banyak uang dari para kreditor internasional demi memacu industrialisasi di negaranya. Kebijakan itu salah satunya dipicu oleh kebijakan domestik populis yang dipimpin oleh para junta militer di Meksiko, dan terus berlanjut hingga awal 1980-an, sampai pada Agustus 1982 Meksiko mengumumkan bahwa mereka tidak sanggup membayar semua kewajibannya. Akibatnya, pasar kehilangan kepercayaan, para kreditor internasional membatalkan kredit ke Amerika Latin, setengah hingga sepenuhnya dari total kredit yang disepakati. Hiperinflasi segera menimpa kawasan Amerika Latin, dan even itu menjadi salah satu momok finansial krisis dalam benak pelaku ekonomi dunia.⁹⁵

⁹² Nama lainnya adalah perang Ramadan atau perang Oktober. Perang keempat antara negara-negara Arab *vis a vis* Israel.

⁹³ *New York Stock Exchange* dan *Dow Jones*.

⁹⁴ Melvin Porter, *Financial Crises: A detailed view on financial crises between 1929 and 2009 (Paperback)*, Hamburg: MLP, 2009, h. 34.

⁹⁵ Lih. Paul Krugman, *op.cit.*, terutama Bab II “Warning Ignored: Latin America’s Crises” h. 30-55 untuk kesimpulan lebih mendalam mengenai krisis Amerika Latin 1980-an.

Titik perkembangan krisis finansial bersejarah ketiga datang dari *bubble economy*⁹⁶ di Jepang pada akhir era 1980-an. Jepang yang muncul sebagai “*economy miracle*”⁹⁷ selama dua dekade lebih setelah perang dunia itu akhirnya tertimpa krisis juga akibat aksi spekulatif di sektor kredit perumahan. Tabungan nasional Jepang yang tinggi, pertumbuhan ekonomi yang cepat dan tinggi, serta kepastian dukungan pemerintah terhadap *keiretsu*⁹⁸ dan program pembangunan nasional kemudian memicu aksi spekulatif terhadap harga properti di Jepang.⁹⁹ Jatuhnya gelembung ekonomi di Jepang berlangsung selama lebih dari satu dekade. Harga saham Nikkei menurun hingga titik dasar pada tahun 2003, dan bahkan turun lebih rendah lagi akibat krisis finansial global 2007-2010. Pengelembungan harga aset Jepang pecah secara bertahap antara tahun 1991 dan 2001, yang kemudian disebut sebagai “Dekade yang Hilang” (*Lost Decade*) di Jepang.¹⁰⁰ Perbedaannya jika dibandingkan dengan krisis finansial-krisis finansial yang terjadi sebelumnya di negara lain, *financial burst* yang dialami Jepang disebut sebagai sebuah “*growth recession*”. *Growth recession* mengacu pada sebuah entitas ekonomi yang mengalami pertumbuhan ekonomi, tapi pertumbuhan itu tidak cukup mengimbangi kapasitas ekspansi ekonomi negaranya. Dalam jangka panjangnya, mesin pertumbuhan ekonomi Jepang berjalan sangat pelan, dan diasumsikan tidak bisa tumbuh lebih cepat lagi seperti sebelumnya.¹⁰¹

Titik keempat sebelum momentum krisis finansial global 2008 adalah krisis finansial Asia pada tahun 1997. Krisis yang dimulai dari Thailand ini dipicu salah satunya oleh terlalu banyaknya pinjaman asing melalui jalur finansial “nonkonvensional”.¹⁰² Di lain pihak, otoritas Thailand juga memutuskan untuk membiarkan mata uangnya mengambang, dan menedevaluasi nilai mata uangnya (*Thai Baht*) yang tadinya dipatok terhadap US dollar. Hal itu tidak lepas dari tendensi investasi global pada era 1990-an yang menganggap bahwa Asia merupakan pilihan investasi yang lebih aman (*safer*).¹⁰³ Implikasinya, aliran kapital

⁹⁶ Pengelembungan nilai relatif aset ekonomi secara signifikan, umumnya berpuluh-puluh hingga beratus-ratus kali lipat dari harga riil.

⁹⁷ Hingga awal 1990-an, kapitalisasi pasar Jepang lebih besar dari AS, dan dua kali lipat GDP-nya. Paul Krugman, *ibid.*, h. 61.

⁹⁸ Konglomerasi di Jepang.

⁹⁹ Paul Krugman, *op.cit.*, h. 61-67.

¹⁰⁰ Fumio Hayashi dan Edward C. Prescott, *The 1990s in Japan: A Lost Decade*, Oktober 2001, direvisi dan diperbaharui pada Agustus 2003.

¹⁰¹ Paul Krugman, *op.cit.*, h. 66-67.

¹⁰² Krugman mendeskripsikan jalur nonkonvensional ini sebagai proses politik jalur belakang antara penguasa dan konglomerasi yang bermain spekulatif dalam saham dan investasi lokal yang kemudian menimbulkan *moral hazard problem*. Di Korea contohnya, *Chaebol*. Di Indonesia contohnya konglomerasi Soeharto dan keluarganya. *Ibid.*, h. 82-84.

¹⁰³ *Ibid.*, h. 79.

asing / *foreign capital inflow* (terutama dari Yen Jepang) semakin meningkat deras, sementara nilai Thai Baht terus tergerus oleh mata uang-mata uang asing yang masuk itu. Krisis finansial kemudian menimpa Asia Tenggara mulai Juli 1997. Aset-aset properti dan saham spekulatif yang tadinya bernilai sangat tinggi pada masa 'booming' tiba-tiba anjlok karena para kreditor asing kehilangan kepercayaannya, dan memutuskan menyetop pinjaman. Bank-bank lokal di Thailand, lalu diikuti wilayah-wilayah lain seperti Indonesia, Malaysia, dan lain lain kehilangan kemampuannya untuk menyediakan kredit, sementara bank sentral kewalahan menyesuaikan *balance of payments*-nya dan menjaga agar nilai Baht tidak terus anjlok, terutama karena permintaan Baht di pasaran internasional sudah tergerus oleh *foreign capital inflow* tadi. Pilihan otoritas Asia Tenggara pada saat itu ada dua, pertama, berkomitmen mempertahankan nilai mata uangnya dengan segala cara, dan kedua, membiarkan mata uangnya mengambang dengan harapan nilai aset-aset ekonomi nasional yang dimilikinya dengan pinjaman asing tersebut berpengaruh positif terhadap entitas perekonomiannya. Kenyataannya, ketika Baht dibiarkan mengambang pada 2 Juli 1997 cadangan mata uang asing bank sentral Thailand sudah habis dan efek domino segera menimpa mata uang-mata uang Asia Tenggara, terutama Indonesia dan Korea Selatan. Serangan spekulatif terhadap mata uang lokal yang lemah itu tidak kenal ampun. Nilai Baht terhadap US dollar pada masa krisis finansial Asia turun hingga 50%.¹⁰⁴

Sebagai kesimpulan teoritis subbab ini, periode pascaBretton Woods ditandai dengan beberapa mekanisme penentuan kurs yang bisa dikategorikan menjadi beberapa kelompok, antara lain:

1. Sistem mengambang bebas (*Free float system*)

Berdasarkan sistem ini, kurs mata uang dibiarkan mengambang bebas tergantung kekuatan pasar. Beberapa faktor yang memengaruhi kurs misalnya inflasi atau pertumbuhan ekonomi. Tingkat inflasi akan digunakan oleh pasar dalam mengevaluasi kurs mata uang negara yang bersangkutan. Jika variabel tersebut berubah atau penghargaan terhadap variabel tersebut berubah maka kurs mata uang akan berubah. Sistem mengambang bebas juga disebut sebagai *clean float*.

2. Sistem mengambang yang dikelola (*Managed float system*)

Sistem mengambang bebas mempunyai kerugian karena ketidakpastian kurs cukup tinggi. Sistem mengambang yang dikelola atau yang sering disebut juga sebagai *dirty*

¹⁰⁴ *Ibid.*, h. 84-88.

float dilakukan melalui campur tangan Bank Sentral secara aktif. Bank Sentral kemudian akan melakukan intervensi jika kurs yang terjadi di luar batasan yang telah ditetapkan. Beberapa bentuk intervensi tersebut, yaitu:

- Menstabilkan fluktuasi harian. Bank Sentral melakukan cara ini dengan tujuan menjaga stabilitas kurs agar perubahan kurs cukup teratur.
- Menunda kurs (*leaning against the wind*). Melalui cara ini bank sentral melakukan intervensi dengan tujuan mencegah atau mengurangi fluktuasi jangka pendek yang cukup tajam, yang diakibatkan oleh kejadian yang sifatnya sementara.
- Kurs tetap secara tidak resmi (*unofficial pegging*). Melalui cara ini Bank Sentral melawan kekuatan pasar dengan menetapkan (secara resmi) kurs mata uangnya.

3. Perjanjian Zona Target Tertentu

Melalui perjanjian ini, beberapa negara sepakat untuk menentukan kurs mata uangnya secara bersama dalam wilayah kurs tertentu. Jika kurs melewati batas atas atau batas bawah, bank sentral negara yang bersangkutan akan melakukan intervensi.

4. Dikaitkan dengan Mata Uang Lain (*Pegged system*)

Sekitar 62 negara dari 162 negara anggota IMF mengaitkan nilai mata uangnya terhadap mata uang lainnya. Sebagian mengkaitkan nilai mata uangnya terhadap mata uang negara tetangga.

5. Dikaitkan dengan kelompok mata uang lain

Sekitar 21 negara mengaitkan mata uangnya terhadap kelompok mata uang lainnya. Basket, kelompok, atau portofolio mata uang tersebut biasanya terdiri dari mata uang partner dagang yang penting. 19 negara mengaitkan nilai mata uangnya terhadap portofolio yang mereka buat sendiri.

6. Dikaitkan dengan Indikator Tertentu

Dua negara, Chili dan Nikaragua, mengaitkan mata uangnya terhadap indikator tertentu, seperti kurs riil efektif, kurs yang telah memasukkan inflasi terhadap partner dagang mereka yang penting.

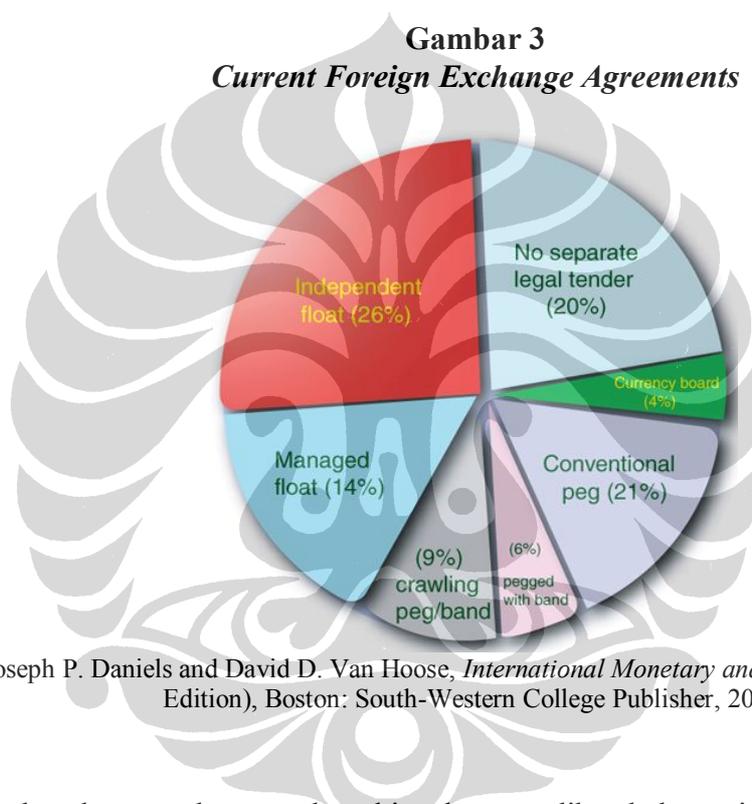
7. Sistem Kurs Tetap

Di bawah sistem kurs tetap, pemerintah atau Bank Sentral menetapkan kurs secara resmi. Kemudian Bank Sentral akan selalu melakukan intervensi secara aktif untuk menjaga kurs yang telah ditetapkan tersebut. Jika kurs resmi dirasakan sudah tidak sesuai dengan kondisi fundamental ekonomi negara tersebut, devaluasi atau revaluasi dilakukan. Cara yang bisa dilakukan selain devaluasi adalah:

- Pinjaman asing;
- Pengetatan;
- Pengendalian harga dan upah; dan
- Pembatasan aliran modal keluar.

Ringkasan sistem nilai tukar (kurs) mata uang negara-negara dunia dapat dilihat melalui ilustrasi berikut ini:

Gambar 3
Current Foreign Exchange Agreements



Sumber: Joseph P. Daniels and David D. Van Hoose, *International Monetary and Financial Economics* (Third Edition), Boston: South-Western College Publisher, 2004.

Berdasarkan gambar tersebut, kita dapat melihat bahwa sistem mengambang bebas dianut oleh mayoritas negara-negara dunia (26% atau 52 negara). Tempat kedua diikuti sebanyak 21% atau 42 negara yang menganut sistem mematok (*pegging*) terhadap mata uang-mata uang utama, seperti US dollar, Euro, Poundsterling, Yen, hingga SDR.

Secara keseluruhan, sistem moneter internasional yang sudah dijelaskan sebelumnya itu memiliki pengaruh besar atas kebutuhan setiap negara (bank sentral) dalam menyediakan cadangan mata uang asing. Dengan semakin meningkatnya perdagangan global dan adanya dinamika posisi ekonomi relatif tiap negara terhadap entitas perekonomian global, terdapat kecenderungan pemenuhan kebutuhan cadangan mata uang asing itu. Apabila persediaan cadangan itu tidak bertambah sesuai meningkatnya mobilitas kapital, transaksi perdagangan

internasional (baik perdagangan barang dan jasa), dan terutama pertumbuhan kebutuhan terhadap mata uang itu maka disequilibrium akan terjadi dalam sistem moneter global.¹⁰⁵ Tendensi tersebut dapat kita amati dari kebijakan negara-negara yang didesain untuk menghasilkan atau meningkatkan surplus cadangan, dari semakin meningkatnya keengganan negara-negara untuk dalam memainkan peranan aktif menyesuaikan ketidakseimbangan neraca pembayaran (*payment imbalances*), dan dari keengganan negara-negara tertentu dalam mengubah komposisi cadangan kapital asingnya.

2.1.5. *The New Bretton Woods?*

Berdasarkan empat titik krisis finansial yang sudah dipaparkan pada subbab sebelumnya, tentu mengundang pertanyaan bagi kita, apakah ada yang salah dengan sistem moneter internasional, terutama pascaBretton Woods kolaps? Pada dasarnya, sistem moneter internasional saat ini kurang lebih sama seperti empat puluh tahun yang lalu – *a core and a periphery*. Apabila dulu blok inti adalah Amerika Serikat dan Eropa sebagai *periphery* yang harus mengejar ketertinggalan (*export-led growth*) maka saat ini posisi AS masih tetap sentral, *emerging markets* dari Asia dan Amerika Latin sebagai *periphery*, dan Eropa sebagai blok yang berada di antara keduanya.¹⁰⁶ Dalam logika konsep ekonomi tersebut, AS dapat terus bertahan defisit dalam neraca pembayarannya, sementara *emerging markets* terus menumpuk US dollar dengan senang hati. Ketergantungan pasar finansial internasional terhadap *greenback* sedikit banyak tidak berubah. Implikasinya, ketika krisis mengguncang AS maka fluktuasi nilai mata uang lokal semakin sulit dikendalikan mengingat cadangan US dollar yang semakin menumpuk di pasaran internasional itu. Belum ditambah fakta lain bahwa ekonomi AS mengalami kelesuan sehingga keraguan masyarakat internasional terhadap kekuatan USD juga semakin besar, sementara pertumbuhan negatif dan defisit neraca AS terhadap negara-negara lain juga semakin besar setiap tahunnya.¹⁰⁷

Keinginan masyarakat internasional atas sistem moneter yang lebih stabil pernah digagas John M. Keynes pada saat rezim Bretton Woods masih dalam proses penciptaannya,

¹⁰⁵ M. C. Hood, *op.cit.*, h. 532.

¹⁰⁶ Barry Eichengreen, *Global Imbalances and the Lesson of Bretton Woods (working paper)*, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2004, h. 1.

¹⁰⁷ Hutang nasional AS (*USA public debt*) pada Desember 2003 sebesar US\$ 6,9 triliun, dan meningkat menjadi US\$ 12,3 triliun hingga Desember 2009, lih. Treasury Direct, *Monthly Statement of the Public Debt (MSPD)*, data dapat diunduh dari <http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/mspd/mspd.htm>.

tapi tidak berhasil. Presiden Perancis, Nicholas Sarkozy, pada September 2008 mengambil momentum krisis finansial global 2008 untuk mengkritik *status quo*, dan menggagas perlunya Bretton Woods II atau kembali ke era *fixed rate* yang sama sekali baru.¹⁰⁸ Akan tetapi, pandangan tersebut ditampik PM Inggris Gordon Brown yang bertahan pada posisi *free trade* dan memperkuat institusi finansial internasional (*fixing/strengthening the old one*).¹⁰⁹

Dinamika ini menarik untuk kita bahas lebih lanjut, apakah G-20 melalui komunikasi dan implementasi konkret kolektifnya telah menghasilkan sesuatu yang benar-benar baru, khususnya terhadap rezim moneter internasional? Memahami kondisi IMS seperti sekarang dan belajar dari data-data empiris di mana terdapat kecenderungan bahwa krisis finansial terjadi salah satunya dengan indikator menumpuknya aliran kapital global ke suatu wilayah tertentu.¹¹⁰ Hal inilah yang mengantarkan kita pada pembahasan selanjutnya.

2.2. IMS dan Interkoneksi Kapital Lokal, Nasional, dan Global

Dengan kondisi IMS seperti yang telah disebutkan pada subbab sebelumnya, terdapat setidaknya tiga asumsi lanjut yang dapat penulis tarik terkait sistem moneter internasional itu, yakni bahwa pertama, jejaring sistem keuangan internasional memengaruhi (baik secara signifikan atau kecil pengaruhnya) kondisi perekonomian lokal suatu negara dan sebaliknya. Kedua, kurs suatu mata uang dan perdagangan global (termasuk bursa saham) pada era sekarang sangat tergantung dari beberapa faktor, antara lain situasi ekonomi, sosial, dan terutama politik di satu negara yang kemudian memengaruhi sentimen pasar (positif atau negatif) lokal hingga global. Lalu ketiga, kebijakan otoritas menjadi landasan bagi berjalannya aktivitas perekonomian yang secara kebanyakan didasari atas orientasi pasar bebas (*market-oriented / laissez-faire*).

Sesuai konteks dan sistematika yang telah ditetapkan pada awal penelitian, selanjutnya penulis akan membahas tentang proses terjadinya krisis finansial global yang

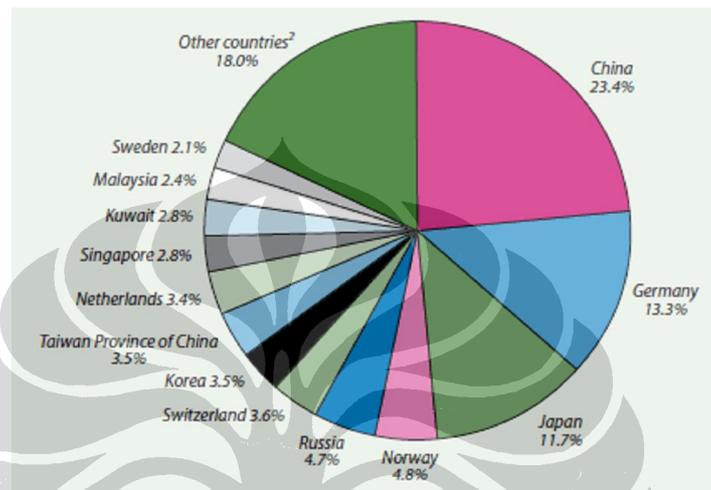
¹⁰⁸ <http://www.eurodad.org/whatsnew/articles.aspx?id=2988>. Diakses pada tanggal 20 April 2009.

¹⁰⁹ Pidato PM Gordon Brown, diunduh dari <http://www.egovmonitor.com/node/21484> pada tanggal 2 Februari 2010.

¹¹⁰ Martin Wolf, *Fixing Global Finance (Forum on Constructive Capitalism)* (paperback), Maryland: The Johns Hopkins University Press, 2008, hlm. 3-4. Wolf mengambil data empiris krisis finansial yang menimpa negara-negara berkembang pada era 1970-1990-an di mana menumpuknya dana-dana asing ke wilayah ekonomi itu selalu terjadi sebelum krisis meletus.

berasal dari Amerika Serikat. Namun sebelum itu, pertama-tama mari kita amati distribusi aliran kapital global (*global capital flows*) melalui ilustrasi di bawah ini sebagai gambaran besar tentang pergerakan kapital global pada era tahun 2000-an:

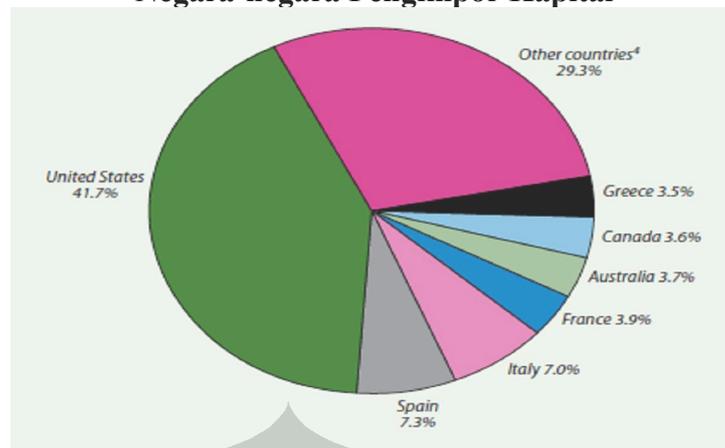
Gambar 4
Negara-negara Pengekspor Kapital



Sumber: IMF, *World Economic Outlook database*, 10 Maret 2010

Dari gambar tersebut dapat kita simak bahwa China dan Jerman duduk di peringkat kedua terbesar di dunia sebagai negara yang mengekspor kapitalnya ke luar negeri. Posisi ketiga ditempati oleh Jepang, lalu diikuti oleh gabungan negara-negara lain (*other countries*) yang sebenarnya berkontribusi pada peringkat kedua, dan negara-negara lain yang ada di dalam gambar. Kondisi tersebut tidak lepas dari hubungannya dengan keadaan ekonomi politik dunia pada periode tahun 2000-an, dan kebijakan domestik pemerintah AS yang memberikan ruang bagi impor kapital asing secara besar-besaran. Pembahasan mendetail tentang poin itu akan dijelaskan pada subbab berikutnya. Sementara itu, distribusi negara pengimpor kapital (dan surat hutang) pada periode tahun 2000-an dapat kita simak pada gambar berikut ini:

Gambar 5
Negara-negara Pengimpor Kapital



Sumber: IMF, *World Economic Outlook database*, 10 Maret 2010

Berdasarkan gambar tersebut, kita dapat menyimak sendiri bagaimana AS telah menyedot kapital luar negeri dengan persentase yang paling besar dibandingkan negara-negara dunia lainnya. Proses pemanfaatan kapital luar negeri di AS akan dibahas pada subbab berikutnya.

2.2.1. *Subprime Mortgage* di AS dan Krisis Finansial Global

Krisis finansial global diakibatkan oleh faktor-faktor yang sangat kompleks. Meski demikian, akar permasalahannya dapat ditelusuri dari krisis likuiditas di AS yang disebabkan oleh *bubble economy*¹¹¹ di sektor properti dan kegagalan pembayaran (*default*) pasar produk kredit perumahan dan pasar *subprime mortgage* di Amerika Serikat. Pada era 2000-an awal, sektor properti di AS mengalami masa-masa kejayaannya.¹¹² Masyarakat AS dari berbagai latar belakang ekonomi cenderung untuk berinvestasi jangka panjang dengan membeli aset ekonomi berupa rumah (properti). Metode yang digunakan untuk transaksi tersebut adalah kredit. Pemerintah AS pada dasarnya memberi kemudahan dalam menyediakan akses kredit

¹¹¹ Istilah ekonomi yang mengacu pada penggelembungan nilai suatu aset ekonomi, terutama dari bidang investasi (saham).

¹¹² Dari tahun 1997-2006, harga rumah tipikal AS meningkat hingga 124%, lih. "CSI: Credit Crunch", *Economist.com*. 2008, http://www.economist.com/specialreports/displaystory.cfm?story_id=9972489. Diakses pada tanggal 19 Mei 2008.

perumahan. Hal tersebut tercermin dari rendahnya tingkat suku bunga kredit perumahan¹¹³ dan tersedianya produk *subprime mortgage* yang sudah lama ada di AS. Dalam tataran global, seperti yang bisa kita lihat dari dua gambar sebelumnya, modal kapital asing juga banyak sekali masuk ke AS, khususnya ke investasi sektor properti.¹¹⁴

Dalam terminologi umum, *mortgage* adalah produk perbankan yang berupa kredit kepemilikan bangunan (terutama rumah).¹¹⁵ Di Indonesia, kita mengenalnya sebagai KPR. Sedangkan *subprime mortgage* yaitu jenis kredit perumahan yang diperuntukkan bagi penduduk AS yang memiliki kemampuan finansial yang kurang memadai (*non-bankable*). Sejarah tentang pengadaan *subprime mortgage* di AS dapat ditarik kembali pada masa pascaDepresi Besar (*the Great Depression*) yang terjadi pada tahun 1930-an sebagai bentuk tanggung jawab pemerintah AS untuk memenuhi kebutuhan papan masyarakat kelas menengah ke bawah. *Subprime mortgage* memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan KPR komersial lainnya. Oleh karenanya, untuk mencegah kerugian bagi perbankan yang terlibat dalam KPR Subprime ini, pemerintah AS memberikan skim perlindungan melalui Federal Housing Administration (FHA) yang dibentuk berdasarkan Undang-Undang Perumahan Nasional (National Housing Act) pada tahun 1934. Jaminan ini diperuntukkan bagi para *lenders* (perbankan) terhadap kemungkinan terjadinya *default*¹¹⁶ oleh peminjam. Belakangan, sistem penjaminan tersebut sudah tidak ada lagi.

Dalam kasus kredit KPR *subprime*, setelah memberikan kredit ke konsumen melalui *mortgage brokers*, bank-bank pemberi kredit KPR di AS lalu menerbitkan instrumen keuangan dengan menggunakan KPR-nya sebagai *underlying asset* untuk dijual kepada para investor, termasuk investor asing. Melalui cara ini, bank berasumsi tidak menghadapi risiko *default* / gagal bayar karena telah 'menjual' utangnya ke investor. Mereka membedakan jenis kredit ini ke dalam beberapa golongan, yakni *Prime Mortgage* dan *Subprime Mortgage*. *Prime mortgage* biasanya diberikan kepada peminjam yang memiliki sejarah kredit yang bagus (misalnya tidak pernah bangkrut, tidak terlambat membayar tagihan) dan dapat

¹¹³ Contohnya pada periode 2000-2003 Bank Sentral AS (the Fed) menurunkan suku bunga (*interest rate*) dari 6,5% menjadi hanya 1%, lih. *Federal Reserve Board: Monetary Policy and Open Market Operations*, <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>, diakses pada tanggal 19 Mei 2008.

¹¹⁴ Pada praktiknya, dana kapital asing yang masuk ke AS cenderung ke dalam bentuk saham Mortgage-Backed Security (MBS) dan Collateralized Debt Obligation (CDO) yang merupakan saham turunan dari saham KPR konvensional. Saham-saham derivatif ini cenderung bernilai terlalu tinggi (*overvalue*) dari nilai saham riilnya, lih. Joseph Stiglitz, *op.cit*, 2010, h. 192.

¹¹⁵ Dalam ilmu finansial, *mortgage* didefinisikan sebagai “*a loan to finance the purchase of real estate, usually with specified payment periods and interest rates.*”

¹¹⁶ Istilah perbankan / ilmu keuangan yang mengacu pada kegagalan pembayaran bunga (*interest*) dan/atau hutang utama (*principal*).

menunjukkan kapasitas untuk membayar kembali utangnya (misalnya pendapatan pribadi yang besar, rasio dari *loan* terhadap nilai properti rendah). Sementara *subprime mortgage* adalah *mortgage* dengan risiko yang lebih tinggi. Kredit ini diberikan kepada peminjam yang tidak memenuhi kedua persyaratan di atas. Jenis pinjaman ini memungkinkan orang yang tadinya tidak bisa membeli rumah menjadi bisa membeli rumah, seperti yang sudah disebutkan dalam awal subbab. Berhubung risiko *subprime mortgage* yang lebih tinggi maka bunga yang dikenakan kepada peminjam juga lebih tinggi. Karena itu tingkat gagal bayar *subprime mortgage* lebih tinggi (sekitar 7%) dari *prime mortgage* (sekitar 1%). Dalam mata penyalur kredit, tentu saja tipe kredit berisiko tinggi ini sangat menarik.

Namun meski demikian, pada dasarnya otoritas dan perbankan di AS tidak memberikan kredit perumahan kepada rakyatnya begitu saja. Salah satu cara mengukur kelayakan kredit konsumen dilakukan dengan cara melihat *credit score*. Sistem pemberian KPR di AS sangat bergantung terhadap *credit score* yang dikeluarkan oleh perusahaan *credit scoring* yang menggunakan metode FICO. Konsumen di AS bisa memiliki FICO *score* mulai dari 300 hingga 850, tergantung dari hasil perhitungan yang dilakukan oleh perusahaan penyedia jasa *credit score*.¹¹⁷ Perusahaan jasa tersebut menggunakan lima katagori di bawah ini untuk menilai skor FICO calon konsumen, antara lain:¹¹⁸

1. Payment history (35%);
2. Amounts owed (30%);
3. Length of credit history (15%);
4. New credit (10%);
5. Types of credit used (10%).

Walau berubah secara periodik, hingga tahun 2008 rata-rata *credit score* untuk konsumen di Amerika berkisar antara 620 - 720.¹¹⁹ Semakin rendah *credit score* seseorang (FICO < 620) maka semakin kurang tingkat kelayakan calon konsumen tersebut dalam mendapatkan KPR. Dengan kata lain, *subprime mortgage borrower* diberikan kepada

¹¹⁷ Ada banyak perusahaan penyedia jasa *credit score* di AS, tapi hanya ada tiga terbesar *credit reporting agency* yaitu Equifax, Experian, dan TransUnion. Tiga perusahaan ini memegang data-data dan statistik lengkap tentang profil para konsumen kredit di AS.

¹¹⁸ Seperti yang dikutip dari salah satu situs penyedia jasa *mortgage* di AS dan info-info terkait lih. http://www.erate.com/fico_scores_credit_scoring_mortgage.htm, diakses pada tanggal 20 Mei 2010.

¹¹⁹ Kategori skor FICO adalah: *Excellent* (di atas 750), *Very good* (720 atau lebih), *Acceptable* (660 – 720), dan *Uncertain* (620 – 660). Kisaran 680 – 720 merupakan skor rata-rata untuk mendapatkan kredit menurut situs myfico lih. <http://www.myfico.com/CreditEducation/CreditScores.aspx>. Diakses pada tanggal 1 April 2010.

konsumen yang memiliki skor FICO lebih dari 620. Selain *credit score*, *subprime mortgage loan* juga bisa dinilai dari beberapa hal, antara lain:

1. Tingginya rasio *Loan-to Value* hingga 100%;
2. Agunan KPR yang tidak memenuhi fundamental perhitungan *value*-nya; dan
3. Ketidaklengkapan dokumentasi KPR (*low-doc*) atau tidak ada verifikasi terhadap pendapatan (*stated income*), sumber *downpayment* (uang muka), dan riwayat pekerjaan seseorang.

Tingginya *Debt-to-Income* (DTI) dan *Payment to Income* (PTI) atas karakteristik-karakteristik di atas secara langsung menaikan risiko terhadap penyalur KPR. Dari satu sisi, meningginya risiko dikompensasikan dengan suku bunga yang tinggi atau fitur-fitur khusus lainnya. Di sisi lain, tingginya suku bunga menyebabkan ketidakmampuan konsumen untuk mendapatkan KPR. Dalam hal ini, penyalur KPR membuat produk KPR yang tetap mengkompensasikan tingginya risiko tapi dapat dijangkau oleh konsumen, contohnya produk 2/28 ARMS yang sangat populer di AS. Idealnya, dengan asumsi bahwa semua pihak terkait mematuhi aturan main seperti yang telah disebutkan sebelumnya, pasar keuangan di AS tidak akan terguncang hebat karena kredit macet di sektor perumahan.

Dalam kenyataannya, banyak lembaga keuangan pemberi kredit properti di Amerika Serikat yang menyalurkan kredit kepada penduduk yang sebenarnya tidak layak mendapatkan pembiayaan.¹²⁰ Mereka adalah orang dengan latar belakang *non-income non-job non-activity* (NINJA) yang tidak mempunyai kekuatan ekonomi untuk menyelesaikan tanggungan kredit yang mereka pinjam. Situasi tersebut memicu terjadinya kredit macet di sektor properti (*subprime mortgage*). Selanjutnya, kredit macet di sektor properti mengakibatkan efek domino ambruknya lembaga-lembaga keuangan besar di Amerika Serikat karena lembaga pembiayaan sektor properti pada umumnya meminjam dana jangka pendek (*fluid capital*) dari pihak lain, termasuk lembaga keuangan lokal dan internasional, untuk membiayai investasi jangka panjang yang risikonya tinggi. Dengan keadaan seperti itu, penting untuk dicatat bahwa AS merupakan negara pengimpor surat hutang (kapital yang dipinjam) terbesar di dunia (41,7%) hingga krisis terjadi.¹²¹

¹²⁰ Hal ini tidak lepas dari dorongan otoritas AS melalui korporasi kredit *subprime*, Fannie Mae dan Freddie Mac, yang gencar mengekspansi pemberian kredit subprime bagi orang-orang berpendapatan rendah dan menengah pada tahun 1999, lih. "Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending", *The New York Times*, <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9C0DE7DB153EF933A0575AC0A96F958260>. Diakses pada tanggal 8 Maret 2009.

¹²¹ IMF, *IMF World Economic Outlook Database*, April 2010, lih. gambar di awal subbab untuk detil lengkap.

Jaminan yang diberikan perusahaan pembiayaan kredit properti adalah surat hutang, mirip *subprime mortgage securities* yang dijual kepada lembaga-lembaga investasi dan investor di berbagai negara. Bentuk konkretnya adalah saham-saham derivatif berupa Mortgage-Backed Securities (MBS) atau Collateralized Debt Obligations (CDO), dan jaminan kredit yang disebut Credit Default Swaps (CDS). ‘Euforia’ investasi sektor properti di AS bisa dipahami, khususnya jika kita berasumsi awal bahwa harga rumah di AS terus meningkat seperti yang telah disebutkan sebelumnya, dan sistem penjaminan hutang oleh pemerintah berjalan normal. Permasalahannya, surat hutang itu ditopang oleh jaminan debitor yang kemampuan membayar KPR-nya rendah, dan terjadi *default* ketika otoritas AS dan/atau perbankan menyesuaikan kembali Adjustable Rate Mortgage (ARM) menjadi hampir 20% pada periode 2005-2006 dari yang semula terus berada di bawah kisaran 10% hingga tahun 2004.¹²²

Dengan banyaknya tunggakan kredit properti, perusahaan pembiayaan tidak bisa memenuhi kewajibannya kepada lembaga-lembaga keuangan, baik bank investasi maupun *asset management*. Hal tersebut memengaruhi likuiditas pasar modal maupun sistem perbankan sehingga mengakibatkan kekeringan likuiditas lembaga-lembaga keuangan karena tidak memiliki dana aktiva untuk membayar kewajiban yang ada. Ketidakmampuan bayar kewajiban tersebut membuat lembaga keuangan lain yang memberikan pinjaman juga terancam bangkrut.

Kondisi yang dihadapi lembaga-lembaga keuangan besar di Amerika Serikat juga memengaruhi likuiditas lembaga keuangan lain, yang berasal dari Amerika Serikat maupun di luar Amerika Serikat, terutama lembaga yang menginvestasikan uangnya melalui instrumen lembaga keuangan besar di Amerika Serikat. Di sinilah krisis keuangan global bermula.

Untuk menghindari meluasnya krisis *subprime mortgage* dan membawa dampak buruk terhadap perekonomian Amerika Serikat, pemerintah Amerika Serikat dan Bank Sentral Amerika (The Fed) mengeluarkan kebijakan untuk membantu beberapa lembaga-lembaga keuangan besar tersebut. Upaya tersebut sekaligus dikemas dalam kebijakan moneter untuk menekan angka inflasi serta menstabilkan nilai tukar mata uang dolar Amerika Serikat.

¹²² Harvard Report, *State of the Nation's Housing 2008 Report*, <http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2008/son2008.pdf>. Diakses pada 1 Mei 2010.

2.2.2. Eksploitasi Produk Derivatif dan Celah dari Kebijakan AS

Amerika Serikat telah mengalami defisit transaksi berjalan sejak tahun 1980-an yang sampai sekitar tahun 2000 menghasilkan suku bunga riil AS yang lebih tinggi. Namun, sejak tahun 2000, transaksi berjalan AS melonjak dari 4% GDP-nya menjadi lebih dari 6%, sementara suku bunga riil malah turun. Sebagian ekonom menganggap bahwa hal itu merupakan hasil dari peningkatan produktivitas dunia dan pertumbuhan yang diasosiasikan dengan globalisasi.¹²³ Dari sinilah awal mula masalah krisis finansial dari AS itu. Ketidakseimbangan neraca AS yang semakin besar dibiayai oleh mayoritas cadangan bank sentral asing melalui surat berharga/obligasi, bukan oleh kekuatan pasar modal swasta. Selain itu, suku bunga AS tidak turun di bawah 5,25% selama jangka waktu delapan tahun masa pemerintahan Bill Clinton, dan untuk sementara waktu berkontribusi pada surplus anggaran domestik. Pada masa pemerintahan George W. Bush di mana neraca transaksi AS penuh dengan defisit, obligasi yang sama turun hampir ke posisi 3%, dan ini terjadi ketika perekonomian domestik AS sedang berkembang baik.¹²⁴ Dalam logika perekonomian tradisional, defisit anggaran pemerintah seharusnya memicu meningkatnya suku bunga, terutama selama masa pertumbuhan tinggi. Akan tetapi, hal itu tidak terjadi di AS, sebagian dikarenakan kebijakan keuangan AS yang kemudian menyebabkan masuknya modal global secara besar-besaran. Dapat dikatakan, nasib US dollar dan kapasitas finansial AS pada periode tahun 2000-an khususnya terletak sebagian besar pada daya tarik perekonomian AS sebagai target investasi global.

Ketika krisis *subprime* menyentak pada pertengahan tahun 2007, triliunan dolar telah tersebar dalam sistem keuangan global yang sangat kompleks. Hingga saat itu, para pembuat kebijakan menganggap bahwa kompleksnya sekuritisasi jaringan keuangan itu (*diffused*/tersebar-sebar) merupakan kekuatan utamanya. Risiko dalam memberikan kredit tidak lagi terkonsentrasi pada satu institusi keuangan tertentu, melainkan tersebar ke seluruh sistem finansial global. Kegagalan pembayaran (*loan defaults*) dianggap tidak akan membahayakan satu lembaga/institusi keuangan tertentu secara signifikan berhubung '*financial pain*' mereka tersebar-sebar dan teredam ke banyaknya investor dan lembaga.¹²⁵

¹²³ David M. Smick, *The World is Curved* (terjemahan), Jakarta: Daras Books, 2009, h. 65.

¹²⁴ *Ibid.*

¹²⁵ Mark Zandi, *Financial Shock: a 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis*, New Jersey: Pearson Education, 2009, h. 119.

Para pembuat kebijakan perbankan mendorong bank-bank agar mensekuritisasi kredit-kreditnya dan mengesampingkan risiko (*risk*) dari neraca pembayaran (*balance sheet*) mereka. Hal tersebut tercermin dari Basel Accord¹²⁶ yang disepakati dan ditandatangani di sebuah kota di Swiss. Pada Basel Accord II yang merupakan versi pembaharuannya terdapat aturan global tentang bagaimana bank harus menyimpan cadangan kapital tertentu untuk mendukung kredit (pinjaman) dan menutup kerugian akibat investasi.¹²⁷ Jumlah cadangan menurut ketentuan tersebut bervariasi tergantung dari besarnya risiko investasi yang hendak dilakukan – contohnya jika sebuah bank memegang surat hutang negara (*government bonds*) yang relatif aman maka bank dapat menyimpan cadangan kapital yang lebih sedikit. Hal itu disebut “*risk weighting*”.¹²⁸ Dengan demikian, bank-bank tentu saja memiliki insentif yang kuat untuk tidak memberikan KPR dan jenis kredit konvensional lainnya, dan menumpuk *mortgage-backed securities*. Bank-bank juga cenderung lebih banyak memproses kredit dan mengharapkan *origination fees*,¹²⁹ ketimbang menyediakan cadangan kapital dari transaksi kredit yang terjadi. Dana untuk menyediakan kredit tersebut pun semakin meningkat, dan datang dari lembaga-lembaga nonbank. Lembaga-lembaga ini bermacam-macam jenisnya, yaitu investment banks, money-market funds, perusahaan finansial, dan lembaga-lembaga baru yang disebut “*asset-backed conduits*” dan “*structured investment vehicles*” (lihat gambar di bawah). Proses tersebut membentuk apa yang disebut sebagai “*shadow banking system*” yang jauh dari pengawasan regulasi internasional dan mereka beroperasi secara tertutup. Hingga kuartal kedua tahun 2007 tepat sebelum guncangan krisis, *shadow banking system* telah membukukan transaksi sebesar US\$ 6 triliun, jauh dari apa yang dapat disediakan oleh bank-bank konvensional (tradisional).¹³⁰ *Bubble economy* perumahan AS pada tahun 2007 mengakibatkan pasar global tiba-tiba menjadi tidak percaya pada surat berharga. Pada saat itu, para pedagang global tidak bisa membedakan antara produk-produk bank induk (*traditional banking system*) dan SIV. Saham finansial segera ambruk, kredit global menjadi

¹²⁶ Standar perbankan global yang ditandatangani dan disepakati bersama pada tahun 1988. Standar ‘*one size fits all*’ ini mengharuskan agar semua lembaga yang memberikan kredit wajib menyimpan cadangan kapital minimum sebesar 8% untuk menangkal risiko dan *default*. Selain itu, Basel Accord I juga hanya memilah empat kategori aset yang pada realitasnya tertinggal oleh cepatnya inovasi produk keuangan komersial, *lih. pembahasan lengkapnya di <http://www.investopedia.com/articles/07/BaselCapitalAccord.asp>*, diakses pada tanggal 5 April 2010.

¹²⁷ Jumlah cadangan tersebut adalah minimal 8% dari total rasio cadangan, *lih. BIS, Bassel Committee on Banking Supervision*, h. 26 (Lampiran D).

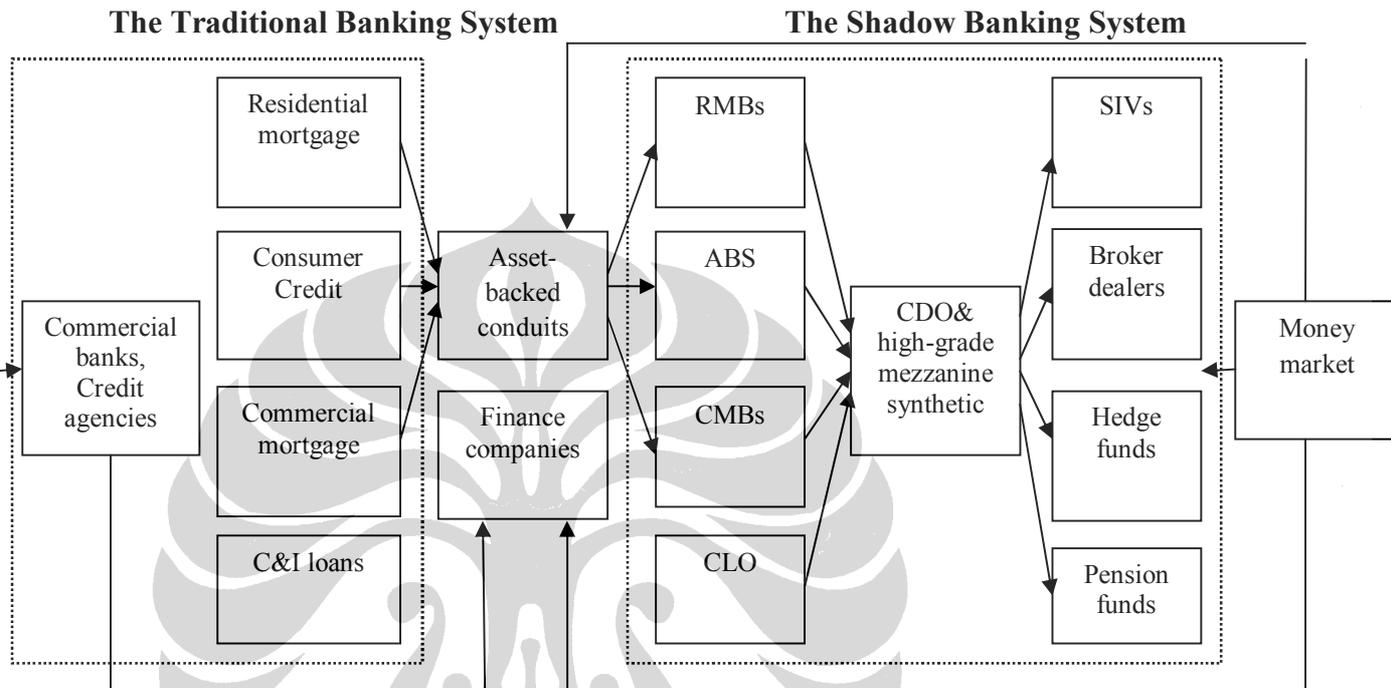
¹²⁸ *Ibid.*, h. 33-41.

¹²⁹ Imbalan uang yang didapatkan pihak penyedia pinjaman dari proses penyetujuan kredit, biasanya berupa persentase dari total pinjaman yang disepakati.

¹³⁰ Mark Zandi, *op.cit.*, hlm. 120.

macet ketika berbagai bisnis tiba-tiba kesulitan untuk mendapatkan pembiayaan. Berikut model sekuritisasi saham derivatif yang dimaksud tersebut:

Gambar 6
Sekuritisasi Pasar Keuangan hingga Krisis Finansial Global 2008



Sumber: Mark Zandi, *ibid.*, h. 121.

Keterangan:

1. C&I Loans: Consumption and investment Loans
2. RMB: Raw Meaty Bone
3. ABS: Asset Backed Securities
4. CMB: Cash Management Bill (dikeluarkan oleh Depkeu AS)
5. CLO: Collateralized Loan Obligation
6. CDO: Collateralized Debt Obligation
7. SIV: Structured Investment Vehicles

Skema di atas relevan, salah satunya dengan menilik prosedur perkreditan dan investasi di AS. Apabila ditelusuri, proses penciptaan beragam produk keuangan derivatif yang dihasilkan dari KPR *subprime* di AS adalah sebagai berikut. Pertama, pihak bank menjual KPR *subprime*-nya kepada lembaga keuangan yang disponsori pemerintah (*government-sponsored enterprises*) di bidang perumahan, yaitu Fannie Mae dan Freddie Mac yang merupakan perusahaan kredit perumahan terbesar di AS. Kedua, Fannie Mae dan Freddie Mac kemudian mensekuritisasi KPR *subprime* tersebut dengan menerbitkan instrumen utang derivatif bernama *mortgage backed securites* (MBS). Ketiga, sejumlah MBS lalu dibeli oleh *investment banks*, seperti Lehman Brothers, Morgan Stanley, UBS, HSBC,

Citigroup, dan lain-lain. Berbagai *investment banks* ini kemudian melakukan sekuritasi atas MBS (sekuritisasi atas sekuritisasi) dengan menerbitkan *collateralized debt obligation* (CDO). Langkah sekuritisasi ini terus berlanjut sehingga menghasilkan CDO turunan, *synthetic CDO*, atau *credit linknote* (CLN). Semua produk derivatif itu diperdagangkan di pasar keuangan di AS dan dibeli investor dari berbagai negara. Situasi itulah yang menyebabkan jangkauan krisis keuangan di AS menjadi sangat dalam, berskala global, dan sulit untuk diatasi.

Naik turunnya siklus KPR *subprime* juga tidak terlepas dari kebijakan yang diambil oleh otoritas AS. Perlu diketahui, KPR *subprime* mengalami era *booming*, terutama pada era 2000 - 2005. Transaksi KPR jenis ini tercatat US\$ 605 miliar pada tahun 2006 (10% dari total KPR), atau tumbuh hampir lima kali lipat dari tahun 2001. *Booming* KPR ini terjadi juga karena ditopang oleh rendahnya tingkat suku bunga perbankan pada era 2001-2005 sehingga mendorong pesatnya pertumbuhan KPR *subprime*.¹³¹

Bencana KPR *subprime* mulai terjadi pada pertengahan 2005 di mana tingkat suku bunga mengalami kenaikan sehingga menyebabkan para nasabah KPR *subprime* mengalami *default*. Mengingat bahwa KPR *subprime* juga diperdagangkan melalui penerbitan produk derivatifnya (MBS, CDO, dan lainnya) di pasar keuangan, kasus *default* itu juga merontokkan pasar keuangan secara keseluruhan. Sejak saat itu, dimulailah episode kejatuhan *investment bank* di AS dan Eropa yang kebetulan memegang instrumen derivatif tersebut.

Dari kasus ini terlihat bahwa terjadinya *default* KPR *subprime* adalah imbas dari kebijakan otoritas di AS (dalam hal ini The Federal Reserve) yang menetapkan tinggi suku bunga dengan kurang memperhitungkan dampaknya bagi kelompok masyarakat kelas menengah ke bawah (*subprime*). Sesungguhnya, kredit macet di sektor properti merupakan hal yang wajar di AS. Ini mengingat sektor perumahan memegang peran yang penting dalam perekonomian AS. Menurut Merrill Lynch, separuh dari pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) AS berasal dari sektor perumahan baik langsung maupun tidak langsung seperti pembangunan rumah dan pembelian perabotan rumah, maupun dari yang tidak langsung, yaitu dengan membelanjakan uang yang diperoleh dari *refinancing mortgage*.¹³² Itu artinya,

¹³¹ "CSI: Credit Crunch", *op.cit.*

¹³² *Refinancing* dapat dilakukan dengan menurunkan suku bunga, memperpanjang masa jatuh tempo, membayar hutang-hutang lainnya, mengurangi masa kewajiban pembayaran (kadang-kadang dengan mengambil kredit jangka panjang), dan/atau mengumpulkan uang di tangan untuk investasi, konsumsi dan penerimaan dividen.

kalau pun terjadi kemacetan hal tersebut telah dipahami oleh pihak otoritas dan pelaku perbankan.

Dengan kata lain, yang membuat dalamnya krisis keuangan di AS saat ini sesungguhnya bukanlah faktor KPR *subprime* semata. Panjangnya urutan derivatif yang berbasis KPR *subprime*-lah yang menyebabkan dampak KPR *subprime* menjadi sangat dalam dan luas. Sebabnya, kredit perumahan bermasalah tak hanya berakhir pada nilai *outstanding* KPR *subprime* AS yang mencapai US\$ 605 miliar tersebut, melainkan terkait juga dengan nilai utang bermasalah yang ditimbulkan oleh berbagai derivatif KPR *subprime*. Meski sejumlah lembaga keuangan telah menerbitkan proyeksi angka kerugian, namun tidak ada yang bisa memperkirakan jumlah pasti kerugian atau utang yang disebabkan seluruh derivatif KPR *subprime* di dunia. Kegagalan otoritas AS dalam menegakkan kedisiplinan di pasar keuangan untuk mengamankan *underlying transaction* di sektor perumahan, serta diperbolehkannya penciptaan instrumen derivatif berlapis yang spekulatif dan jauh dari kaidah lindung nilai (*hedging*) merupakan beberapa akar persoalan krisis keuangan di AS dan dunia saat ini.

2.2.3. Resesi AS dan Pasar Finansial

Pada bulan Juli 2007, investor global baru menyadari bahwa keadaan yang selama ini diharapkan, malah berbalik arah dan investasi (derivatif) mereka gagal berkembang, malah merugikan milyaran dolar akibat utang dalam instrumen CDO itu *default*. Oleh karena itu, terjadilah penarikan instrumen investasi finansial secara besar-besaran. Kepanikan inilah yang memperparah keadaan Amerika pada saat itu. Nilai mata uang USD anjlok, dan saham-saham berguguran nilainya. Sejak krisis *subprime* mulai merebak pada Juli 2007, indeks harga saham global sudah jatuh lebih dari 10 persen, pasar saham negara-negara maju seperti di AS dan Jepang merosot, bank dan lembaga keuangan berhenti menyalurkan kredit mereka.¹³³

Berbagai langkah telah dilakukan oleh pemerintah AS. Mulai dari penurunan suku bunga hingga menyuntikkan likuiditas sebesar US\$ 200 miliar melalui fasilitas *Term Auction Facility* (TAF)¹³⁴ ke pasar uang, dan menyelamatkan bank investasi raksasa Bear Stearns

¹³³ David S. Smick, *op.cit.*, h. 26.

¹³⁴ Program temporer dari pemerintah AS, Kanada, Inggris, ECB, dan Swiss National Bank yang melelang *collateralized loans* kepada bank dengan suku bunga yang lebih rendah dari suku bunga diskon.

(lewat akuisisi oleh JP Morgan Chase yang didukung pendanaan dari the Fed Maret 2008. Langkah pemerintah AS dan The Fed ini untuk sesaat memang menenangkan pasar finansial dan indeks saham sempat *rebound*, tapi tak bertahan lama.

Lembaga finansial AS saat itu beroperasi bagaikan *zombie*, secara teknis sudah mati, tetapi masih beroperasi. Bear Stearns (BS) adalah lembaga keuangan yang mengalami kebangkrutan dan masih sempat diselamatkan oleh pemerintah AS Lewat akuisisi The Fed. The Fed harus menyelamatkan Bear karena ambruknya Bear bisa memicu krisis kepercayaan yang lebih besar, dan memiliki keterkaitan dengan sejumlah lembaga keuangan lain. Ini semakin membuktikan sistem perbankan AS memang sudah bangkrut, dan pemerintah AS seolah olah hanya sebagai lembaga penggadaian lembaga keuangan yang kolaps tersebut.

Pasar finansial di Negara lain juga terpengaruh sama seperti yang dialami di AS. Persoalannya banyak instusi finansial luar AS yang turut membiayai kredit property disana. Maklum, banyak perusahaan menjadikan *subprime mortgage* sebagai jaminan atau aset utama (*underlying asset*) surat utang mereka. Selain itu, mereka juga membiayai banyak kegiatan perusahaan yang pendapatannya berasal dari kegiatan ekspor ke Amerika Serikat. Saat daya beli warga AS lumpuh, otomatis pendapatan perusahaan itu turut lumpuh juga yang akhirnya secara tidak langsung mempengaruhi lembaga pembiayaannya.

2.2.4. Dampaknya atas Negara Lain

Telah dipaparkan sebelumnya bahwa AS adalah barometer perekonomian dunia karena pengaruhnya yang besar. AS berfungsi sebagai negara importir utama, sekaligus sebagai tujuan utama ekspor sebagian besar negara dunia. Ketika AS lumpuh perekonomian negara lain juga terpengaruh. IMF menilai pertumbuhan ekonomi di kawasan Asia Pasifik akan kembali terkoreksi pada penghujung 2008. Sebelumnya, IMF memprediksi pertumbuhan akan turun dari 7,4% pada 2007 menjadi 6,2% pada 2008. “Berdasarkan perhitungan kami, terhubungnya perdagangan dan keuangan dengan kawasan lain akan membuat pertumbuhan akan turun jadi 6,2% tahun ini. Hal itu merupakan efek lanjutan krisis keuangan dan resesi di AS yang juga berdampak ke Eropa dan kawasan Asia,” ungkap Deputy Direktur Departemen

Riset IMF Charles Collyns.¹³⁵ Maka jelas lah bahwa perekonomian negara-negara dunia sedang melambat.

Perlambatan ekonomi AS memengaruhi negara lain dalam dua aspek. Pertama, melalui perdagangan dan manufaktur, atau dengan kata lain melalui sektor riil. Negara-negara yang mengandalkan ekspor ke AS pasti terpengaruh. Kedua, melalui pasar finansial yang di dalamnya juga terdapat sistem pendanaan kegiatan impor dan ekspor dari AS (*financial sector*). Melemahnya ekonomi AS melemahkan minat investor untuk berinvestasi di aset-aset berisiko.

Apa dampaknya bagi Indonesia? Angka-angka ekspor nonmigas Indonesia ke AS selama ini yang tercatat di Badan Pusat Statistik, menunjukkan ekspor Indonesia ke negara itu menduduki peringkat kedua terbesar setelah Jepang. Kalau begitu, otomatis ekspor Indonesia akan terpengaruh, industri dalam negeri akan meradang yang pada ujungnya akan meningkatkan angka pengangguran. Apabila permintaan luar negeri (AS) berkurang maka industri akan melakukan penyesuaian, antara lain mengurangi produksi. Jika produksi dikurangi, bisa jadi tenaga kerja pun akan dikurangi. Pengangguran akan lebih banyak lagi, kemiskinan bisa melonjak.

Untuk menyiasatinya, para pelaku eksportir/importir lokal di Indonesia mencari pasar baru di luar AS, biasanya condong ke pasar Asia, terutama negara-negara berkembangnya yang diperkirakan perekonomiannya masih bisa tumbuh. Selain itu, memanfaatkan momen penurunan harga saham untuk melakukan pembelian, selain memberikan keuntungan dengan harganya yang murah juga membantu membangkitkan kinerja perusahaan kembali setelah terpukul resesi.

2.2.5. Potensi Gejolak Sosial

Krisis keuangan yang dipicu *subprime mortgage* di Amerika Serikat menyebabkan investor portofolio mengalihkan investasinya, dari instrumen keuangan ke instrumen investasi berbasis komoditas, seperti minyak, perkebunan, dan pertambangan. Karena itu, tidak hanya minyak, komoditas seperti emas, CPO, kedelai, timah, dan batu bara juga mengalami kenaikan harga (lihat lampiran C). Begitu juga halnya dengan komoditas pangan.

¹³⁵ IMF, *IMF online news*.

Kenaikan-kenaikan tersebut dapat membawa dampak yang baik sekaligus buruk bagi suatu negara. Masalahnya adalah apakah negara tersebut bisa memanfaatkan momen tersebut untuk menarik keuntungan yang sebesar-besarnya dengan memproduksi dan menjual komoditas tersebut, atau sebaliknya malah mengalami kebocoran anggaran untuk memenuhi kebutuhan rakyatnya akan komoditas yang harganya sudah melangit? Jika negara tidak jeli dalam mengelola dan memanfaatkan kondisi ini maka dikhawatirkan perlambatan ekonomi di negara tersebut sudah di depan mata.

Di Indonesia, walaupun sebenarnya *food supply* kita melimpah, namun pada kenyataannya harga masih tinggi, dan terus naik. Sistem ekonomi moderen tidak sesuai lagi dengan teori *supply and demand* konvensional, melainkan didominasi oleh aksi spekulatif dan keserakahan di antara para spekulan - pola yang hampir sama dengan yang terjadi di Wall Street. Ketika krisis sudah menjalar ke krisis multidimensi seperti krisis pangan maka gejala sosial dapat menimbulkan masalah baru bagi kehidupan bernegara.

