

# Deregulasi Keuangan: Sumber Krisis Global Saat Ini

Thursday, 30 April 2009

(Kanaga Raja-Jenewa) "Proses deregulasi keuangan yang berlangsung terus menerus" didalam suatu negara dan antarnegara telah menyuburkan iklim optimisme yang mendorong keputusan beresiko dan merupakan akar permasalahan dari krisis global saat ini, demikian disampaikan Konferensi PBB untuk Perdagangan dan Pembangunan (UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development) pada hari Kamis lalu (19 Maret 2009).

Dalam laporan bertajuk "Krisis Ekonomi Global: Kegagalan Sistemik dan Solusi Multilateral", UNCTAD mengingatkan bagaimana sejarah menunjukkan bahwa sistem keuangan dimanapun pada dasarnya labil dan rawan terhadap siklus naik/turun, sehingga perlu diatur. Namun demikian, peraturan keuangan modern saat ini berdiri diatas asumsi bahwa pasar tahu apa yang terbaik dan tidak dengan bijak belajar dari berbagai pengalaman yang membuktikan bahwa pasar keuangan bisa jatuh. Jatuhnya pasar kredit perumahan di Amerika Serikat adalah percikan yang menyalakan bara krisis, tapi bukan merupakan sebab utama, demikian menurut laporan tersebut. Jika kita lihat lebih dalam, akar permasalahan krisis saat ini adalah ketimpangan dan penyepelan resiko yang mengakibatkan penggelembungan spekulasi dan pinjaman selama beberapa tahun sebelum krisis terjadi. Menggunanya resiko sebenarnya bisa dihindari jika kebijakan keuangan dipandu oleh pragmatisme dan bukan oleh ideologi pasar semata. "Krisis ini terjadi karena munculnya inovasi teknologi dan keuangan di dunia perbankan dan pasar kredit, tanpa adanya peraturan dan pengawasan yang memadai". Mengingat besarnya pengaruh dari kesenjangan informasi terhadap pengambilan keputusan, pasar keuangan memiliki perbedaan mendasar dengan pasar barang, dan dengan demikian harus diatur dengan lebih ketat, demikian laporan tadi menyarankan, disamping menambahkan bahwa (Krisis ini) bukan merupakan kegagalan pasar. Ini adalah kegagalan deregulasi keuangan. Laporan tersebut juga mengungkapkan bahwa melonjaknya harga komoditas pangan di tahun 2007-2008 yang diikuti penurunan tajam setelahnya juga didorong oleh spekulasi besar-besaran oleh investor keuangan. Kejadian ini mengingatkan pentingnya peningkatan transparansi di pasar berjangka untuk komoditas seperti makanan dan minyak bumi, dan juga kekuasaan yang lebih bagi pihak berwenang untuk mengambil tindakan pencegahan terhadap tindakan spekulasi di pasar berjangka yang dilakukan lebih karena perburuan laba arbitrase dan bukan sebagai bentuk manajemen resiko untuk melindungi produsen dari perubahan harga yang normal. Hal ini penting supaya spekulasi tidak mendorong kenaikan harga komoditas penting seperti bahan pangan. Lebih jauh laporan tadi mengingatkan agar perubahan nilai tukar mata uang asing tidak diserahkan ke mekanisme pasar dan harus diatur dengan pengawasan multilateral. Mengingat akibat dari spekulasi mata uang asing jangka pendek telah berperan besar dalam menjatuhkan berbagai mata uang negara ketika krisis ekonomi memburuk, laporan ini merekomendasikan agar perubahan nilai tukar nominal mata uang asing harus lebih menyiratkan tingkat inflasi dari negara-negara yang melakukan pertukaran. Laporan ini ditulis oleh para ekonom di Sekretariat Gugus Tugas UNCTAD untuk isu sistemik dan kerjasama ekonomi, sebagai bahan pendukung untuk beberapa konferensi internasional tentang krisis ekonomi global. Laporan ini dipublikasikan bersamaan dengan laporan Dana Moneter Internasional (IMF - International Monetary Fund) bahwa aktivitas ekonomi global diperkirakan akan melemah 0.5 hingga 1 persen rata-rata per tahun di 2009 - pertama dalam 60 tahun. Berita buruk lain juga disampaikan dalam penelitian baru-baru ini yang menyimpulkan bahwa aliran dana swasta ke pasar negara berkembang tahun ini akan menurun hingga kurang dari setengah aliran dana di tahun 2007, yang tentu akan berimbas buruk terhadap nilai tukar negara berkembang, bersama dengan pasar aset dan ekonominya. Menurut penelitian RGE Monitor, yang didirikan oleh tim ahli ekonomi dan politik yang dipimpin oleh ekonom terkenal professor Nouriel Roubini, penurunan aliran dana ini disebabkan utamanya oleh kerugian di pasar keuangan, dan telah menjadi salah satu dampak dari krisis keuangan yang paling dirasakan oleh ekonomi negara berkembang. Penelitian RGE menunjukkan kecenderungan yang mengecewakan di investasi portfolio dimana penarikan dana sebesar \$41,2 miliar keluar dari pasar negara berkembang telah sepenuhnya menghapus aliran dana masuk sebesar \$40,8 miliar di tahun 2007. RGE juga mengemukakan bahwa sekitar setengah dari pembelian yang dilakukan di pasar negara berkembang sejak 2003 telah ditarik kembali. Penelitian juga mengutip Institut Keuangan Internasional yang memperkirakan aliran bersih modal ke pasar keuangan akan jatuh secara tajam menjadi \$ 165 miliar di tahun 2009 (dari \$467 miliar di 2008). Pinjaman bersih dari bank internasional ke negara berkembang (diluar negara-negara teluk di timur tengah) diperkirakan menurun menjadi \$135 miliar di 2009, dari \$401 miliar di tahun 2007 dan \$245 di tahun 2008. RGE Monitor mengutip Bank Dunia yang memperkirakan kebutuhan pendanaan di 104 negara berkembang di tahun 2009 adalah lebih dari \$1,4 triliun. RGE Monitor mencatat bahwa pasar yang sedang berkembang seperti Islandia, Ukraina, Argentina, Indonesia dan Rusia telah menerapkan pengaturan terhadap aliran modal keluar sebagai cara untuk mengatasi krisis keuangan. Berita yang lebih buruk muncul dari pertemuan tingkat tinggi di Organisasi Perdagangan Dunia (WTO - World Trade Organization) yang melibatkan 30 ahli dari institusi keuangan, bank pembangunan regional, badan kredit ekspor dan bank swasta untuk mendiskusikan pendanaan perdagangan "yang dipandang sebagai kebutuhan selamanya bagi perdagangan. Pertemuan ini menyimpulkan bahwa walaupun telah terjadi penurunan perdagangan, kurangnya pendanaan bagi perdagangan masih merupakan masalah dan bahwa kesenjangan likuiditas antara permintaan dan pasokan semakin melebar. Terjadi juga penurunan di pendanaan perdagangan di pasar yang tengah berkembang. Beberapa pejabat berwenang di sektor perdagangan mengungkapkan, setelah pertemuan tingkat tinggi, bahwa kesenjangan likuiditas di pendanaan perdagangan telah meningkat tiga atau empat kali lipat dari pernyataan sebelumnya di bulan November sebesar kira-kira \$ 25 miliar. Pada pertemuan dengan media yang diadakan hari Rabu (19 Maret 2009) bersamaan dengan peluncuran laporan, Sekjend UNCTAD Dr Supachai Panitchpakdi mengungkapkan bahwa UNCTAD khawatir bahwa pembahasan internasional mengenai krisis belum memberikan perhatian yang cukup terhadap dampak krisis bagi negara berkembang, yang akan lebih merasakan dampaknya terutama di sektor pendanaan perdagangan. Ketika negara berkembang meminta bantuan, mereka harus diberi bantuan sedemikian rupa sehingga menghindari kecenderungan pemberian syarat yang telah lebih banyak merugikan negara-negara berkembang. Ketika ditanya apa yang diinginkan

keluar dari pertemuan G20 yang saat itu baru akan dimulai awal April, pimpinan UNCTAD menyatakan bahwa jika stimulus global disepakati, sarannya harus lebih luas dari sekedar negara maju, yakni mencakup keseluruhan ekonomi global. Disamping itu, pemimpin G20 harus memperkuat dan mendukung pentingnya perdagangan untuk memulihkan ekonomi global, dan mengambil langkah yang diperlukan untuk menggairahkan kembali perdagangan internasional, baik melalui Agenda Pembangunan Doha maupun dari sisi pendanaan perdagangan. Heiner Flassbeck, Kepala Divisi UNCTAD untuk Strategi Globalisasi dan pembangunan, menyatakan pentingnya tindakan nyata segera. Lebih khusus lagi, dia menggarisbawahi pentingnya menciptakan ruang bagi kebijakan yang melawan siklus dan bukan menyerah pada kebijakan yang mengikut siklus. Menurutnya, persyaratan yang diterapkan IMF masih bersifat mengikuti siklus. Ketika ditanya apakah kebijakan yang diambil Gubernur Federal Reserve terdahulu, Alan Greenspan, bisa disalahkan sebagai pemicu krisis saat ini, dia menyatakan bahwa kebijakan makroekonomis Greenspan tidak bisa disalahkan karena kebijakan moneter tidak bisa menentukan apa yang akan dilakukan oleh masing-masing bank terhadap dana yang mereka keluarkan. Apa yang bisa dilakukan oleh kebijakan keuangan adalah mencoba untuk memstimulasi ekonomi di saat dibutuhkan. Namun demikian dia menyalahkan Greenspan untuk kebijakan deregulasinya. "Di sisi ini, Greenspan memang harus disalahkan. Diluar kebijakan moneternya, Greenspan selalu memilih pasar yang efisien dan sangat maju, dan disitulah dia keliru." Laporan UNCTAD ini menyatakan: "PBB harus memainkan peran utama dalam upaya reformasi tidak hanya karena PBB merupakan satu-satunya institusi yang memiliki keanggotaan yang universal dan memiliki kemampuan untuk memastikan legitimasi dan kelangsungan dari tata cara pemerintahan yang baru, namun juga karena PBB memiliki kapasitas yang terbukti mampu memberikan analisa yang netral dan rekomendasi kebijakan yang pragmatis." Laporan tersebut lebih jauh menyatakan bahwa aktivitas spekulasi yang berlebihan harus diatasi secara menyeluruh. Menerapkan peraturan nasional yang ditujukan semata untuk mencegah penggelembungan investasi perumahan dan penciptaan instrumen keuangan yang beresiko hanya akan mendorong spekulasi di wilayah investasi lain seperti pasar modal. Disisi lain, mencegah spekulasi mata uang melalui penerapan penyesuaian nilai tukar otomatis di sistem keuangan global hanya akan mendorong spekulasi untuk mencari laba di pasar komoditas berjangka sehingga akan meningkatkan volatilitas disana. Hal yang sama akan terjadi pada pendekatan memerangi spekulasi di tingkat regional yang akan mendorong spekulasi untuk mencari kesempatan di wilayah lain. "Pendekatan "menutup kasino kakap tidak akan menghasilkan solusi yang berkesinambungan" ungkap laporan tersebut. Laporan ini menemukan bahwa kelemahan pokok dari inovasi keuangan yang mendorong terjadinya krisis dan ambruknya keseluruhan sistem keuangan ditunjukkan oleh kenyataan dimana sekelompok pelaku di pasar keuangan "menemukan" bahwa tren harga yang stabil di pasar-pasar yang berbeda (yang sebenarnya memang berawal dari kejadian dan perkembangan di sektor riil) memungkinkan dilakukannya "arbitrase dinamis", yakni berinvestasi pada kemungkinan berlangsungnya tren yang sedang ada. Karena banyak pelaku pasar menempatkan sejumlah dana yang besar (seringkali dana pinjaman) terhadap "taruhan" yang sama (seperti pada harga yang terus naik dari real estate, BBM, saham dan mata uang asing) mereka kemudian memiliki kemampuan untuk meningkatkan harga-harga tersebut jauh diatas tingkat yang aman. Tidak seperti pandangan umum dari para akademisi ekonom, spekulasi seperti ini tidak mendorong terjadinya kestabilan, tapi justru menimbulkan ketidakstabilan di pasar yang bersangkutan. Karena harga keseimbangan atau harga sebenarnya tidak dapat diketahui di lingkungan yang sifat utamanya adalah ketidakpastian obyektif, kondisi utama yang dibutuhkan untuk menstabilkan spekulasi tidak terpenuhi. Dengan demikian mayoritas dari pelaku pasar hanya akan melakukan ekstrapolasi terhadap tren harga selama ada informasi "meyakinkan" yang bisa membenarkan kenaikan harga dan memberikan suatu keyakinan yang cenderung menipu bagi investor. Arus ikut mengikut yang dipicu oleh ekspektasi seragam namun keliru terhadap tren harga tanpa bisa dihindari membentur kenyataan pahit karena dana investasi tidak diinvestasikan di sektor yang memiliki dasar produktivitas di sektor riil dimana pendapatan riil yang lebih tinggi bisa dihasilkan. Alih-alih, dana investasi tadi telah menciptakan ilusi jangka pendek tentang dihasilkannya laba tinggi yang berkelanjutan dan menghasilkan mentalitas "menciptakan laba dari ketiadaan", demikian diungkapkan laporan tersebut. Pada titik ini, kenyataan pahit dari ekonomi riil yang tumbuh lambat akhirnya bertemu dengan antusiasme pasar keuangan yang pada akhirnya memaksa penyesuaian harapan. Dengan demikian, pembangunan jangka pendek dari ekonomi bertumpu pada jumlah hutang yang ada. Semakin banyak bank, bisnis, bank dan agen ekonomi yang terlibat secara langsung dalam aktivitas spekulatif dengan dana pinjaman, semakin sulit proses deleveraging yang harus dilakukan, yakni proses menyesuaikan tingkat pinjaman dengan pendapatan yang semakin menurun. Deflasi hutang semakin memperparah kesulitan yang ada karena para penghutang akan mencoba memperbaiki keadaannya dengan menjual aset dan mengurangi pengeluaran, sehingga justru mengurangi harga aset, mengurangi laba yang dihasilkan perusahaan dan mendorong terjadinya deflasi hutang ditempat lain. Deflasi hutang jika tidak dicegah sedari awal akan menjadi deflasi harga barang dan jasa, utamanya jika ia telah membatasi kemampuan konsumsi dan investasi dari ekonomi secara keseluruhan. Dengan demikian dalam deflasi hutang, upaya dari berbagai pihak untuk memperbaiki keadaan hutangnya justru mempersulit upaya pihak lain untuk memperbaiki hutangnya. Hanya Pemerintah yang dapat turut campur dan menstabilkan sistem dengan "inflasi hutang pemerintah", demikian ditekankan laporan ini. Juga dicatat bahwa kontribusi perbankan investasi pada pertumbuhan ekonomi riil hampir nihil dan justru merugikan masyarakat secara keseluruhan. Kebanyakan dari investasi perbankan tidak terkait dengan kapasitas produksi riil dan justru menutupi karakter spekulatif dari aktifitas yang ditampilkan sebagai inovasi keuangan. Analisa terhadap krisis ekonomi yang pertama kali muncul di negara maju harus diawali dengan mengingat kembali diakhirnya kesepakatan "Bretton Woods", yang telah memungkinkan munculnya kestabilan dan kemakmuran global dan kestabilan moneter selama dua dekade. Semenjak itu, kita bisa melakukan identifikasi terhadap dua bagian ekonomi dunia: bagian anglo-saxon disatu sisi, dimana kebijakan ekonomi semenjak 1980 cukup sukses dalam memacu pertumbuhan dan menciptakan lapangan kerja, dan bagian Eropa-Jepang yang memiliki pertumbuhan terbata-bata dan kebijakan ekonomi yang tidak memiliki pandangan yang konsisten terhadap bagaimana cara untuk menggunakan otonomi keuangan yang lebih besar yang telah dilahirkan oleh berakhirnya sistem keuangan global. Bahwa krisis ini dimulai dari bagian Anglo-saxon dari negara

maju adalah hasil logis dari lonjakan aliran dana tak terbandung yang dibarengi dengan kebebasan penuh untuk mengeksploitasi setiap kesempatan untuk menghasilkan laba jangka pendek. Krisis keuangan saat ini menunjukkan dampak yang merusak dari pilihan terhadap jangka pendek dan bukan pertumbuhan jangka panjang. Namun pada saat yang sama, pengutamakan laba jangka pendek ini telah menjadi pendorong utama dari ekonomi dunia selama 3 dekade terakhir. Tanpa konsumsi tingkat tinggi dari AS, saat ini kebanyakan negara maju dan masyarakat di negara berkembang akan memiliki standar kehidupan yang lebih rendah, pengangguran akan menjadi lebih tinggi, demikian menurut laporan ini. Memang, peningkatan konsumsi di AS semenjak awal 1990an memang tidak berdasarkan pada sumber domestik. Dalam level yang signifikan, pertumbuhan tadi memang disokong oleh gelembung spekulasi yang melambungkan pasar kredit perumahan maupun pasar saham. Bersandingan dengan defisit neraca berjalan dan pengeluaran yang berlebihan dari ekonomi anglo saxon saat ini adalah kehati-hatian dimana-mana. Sebagian dari Eropa kontinental terutama Jerman, dan Jepang sedang melakukan upaya untuk mengencangkan ikat pinggang yang menyebabkan lambat atau hilangnya pertumbuhan pendapatan dan menurunnya konsumsi. Namun karena kebijakan semacam ini juga menimbulkan meningkatnya kemampuan bersaing dari sisi biaya, kebijakan tadi menghasilkan pertumbuhan ekspor yang tinggi dan surplus tinggi di neraca berjalan, sehingga mereka berhasil menumpuk aset ditengah-tengah negara yang sedang kelebihan belanja. Kesenjangan global tadi mendorong penyebaran krisis keuangan yang berasal dari AS ke banyak negara lain, karena ketidak seimbangan dari neraca berjalan juga diikuti oleh oleh posisi kesenjangan di permodalan: negara dengan surplus neraca berjalan harus melakukan kredit terhadap perbedaan antara pendapatan ekspor dan biaya ekspornya ke negara yang memiliki defisit neraca berjalan. Kerugian keuangan di negara yang mengalami defisit neraca berjalan atau ketidakmampuan untuk membayar dana yang telah dipinjam kemudian berimbas langsung ke negara surplus dan merugikan sistem keuangan mereka. Laporan ini menyatakan bahwa jalur penularan ini semakin meluas karena kurangnya tata pemerintahan terhadap hubungan keuangan antara negara-negara yang berdagang dengan satu sama lain di ekonomi global. Peningkatan secara dramatis hubungan debitur-kreditur antarnegara meningkat jauh diluar kejatuhan negara-negara anglo saxon dan terhubung dengan fenomena yang kadang disebut sebagai "Bretton Woods II". Laporan ini mendefinisikan Bretton II sebagai kenyataan dimana negara berkembang berupaya untuk keluar dari krisis keuangan yang melanda semenjak pertengahan dekade 1990an dan mencoba untuk membentengi diri dari ancaman pasar keuangan global. Untuk negara-negara tersebut, jalan satu-satunya untuk menggabungkan stabilitas nilai tukar dengan kapasitas domestik untuk menangani perdagangan dan gejolak keuangan dengan tetap menjaga kelancaran kinerja perdagangan adalah dengan secara terpadu menstabilkan nilai tukar dibawah nilai seharusnya. Hal ini terjadi di kebanyakan negara Asia dan memang merupakan dampak langsung dari krisis keuangan yang melanda Asia dan Amerika latin, namun juga dilakukan oleh Cina dan dalam beberapa tingkat, juga oleh India. [Terminologi "Bretton Woods II" juga digunakan secara luas, sehubungan dengan proses yang berpusat di gerakan negara-negara G20, dan berlangsung dibawah PBB, untuk reformasi dan restrukturisasi arsitektur keuangan global.] Sebab utama lain dari meningkatnya kesenjangan adalah pergerakan harga relatif dari barang yang diperdagangkan sebagai hasil spekulasi di mata uang dan pasar keuangan ("carry trade"). Semakin jauhnya hubungan antara nilai tukar dengan faktor-faktor "fundamental" yang seharusnya mempengaruhinya (utamanya perbedaan tingkat inflasi di berbagai negara) telah melambungkan kekuatan persaingan dari suatu negara terhadap negara lainnya. Perubahan di nilai tukar riil memang terhubung kuat dengan semakin tingginya kesenjangan di ekonomi global. Menurut laporan ini, spekulasi di pasar mata uang asing karena perbedaan tingkat suku bunga telah menimbulkan kelebihan belanja yang sekarang sedang dikoreksi. Dibanyak negara, khususnya di Eropa Timur, namun juga di Islandia, Selandia Baru dan Australia, memang menguntungkan bagi rumah tangga dan perusahaan swasta untuk melakukan pinjaman di mata uang asing dengan suku bunga rendah, seperti Franc Swiss dan kemudian Yen. Munculnya krisis keuangan global yang dipicu oleh mulai dikoreksinya posisi spekulatif tadi, menyebabkan terdepresiasinya mata uang yang dulunya menjadi target bagi perdagangan dan memaksa perusahaan dan rumah tangga swasta di negara yang terpengaruh untuk melakukan pengurangan pinjaman dalam mata uang mereka atau untuk mendeklarasikan kebangkrutan, sehingga menyebabkan ancaman langsung terhadap bank-bank (khususnya asing) di negara-negara tadi. Laporan tersebut juga menyatakan bahwa krisis keuangan global muncul ditengah dikesampingkannya tata pemerintahan internasional "kegagalan komunitas internasional untuk memberikan peraturan yang sesuai bagi ekonomi global. Ambruk secara mendadak dari posisi spekulatif dari berbagai segmen pasar memang dipicu oleh runtuhnya pasar kredit keuangan di AS. Namun demikian, semua gelembung di berbagai pasar memang tidak berkesinambungan dan akan meletus, cepat atau lambat. "Gelembung harga rumah itu sendiri adalah hasil dari deregulasi pasar keuangan dalam skala global, yang memang didorong oleh kebijakan pemerintah di seluruh dunia. Baik penyebaran maupun peningkatan resiko dan informasi tentangnya dipromosikan melalui penggunaan "sekuritisasi" melalui instrumen seperti saham beragun pinjaman rumah yang seperti halnya memang hasrat investor terjadap laba dua angka. Faktor pendorong yang lebih penting dari inivasi keuangan seperti ini adalah, bagaimanapun juga, kepercayaan naif terhadap teori efisiensi pasar yang tidak mengakui ketidakpastian obyektif dan secara salah mengasumsikan bahwa semua pelaku pasar memiliki informasi yang cukup sehingga mengambil resiko yang kecil. Namun demikian kendaraan sekuritisasi investasi telah memicu konsentrasi resiko lebih lanjut karena kecenderungannya untuk mengubah hubungan debitur-kreditur (atau pemegang asuransi dan pemberi asuransi) menjadi transaksi arus modal dengan membuat paket-paket dari berbagai tipe hutang yang kemudian dijual kepada investor di seluruh dunia dalam bentuk obligasi, yang bunga dan dan hasil dari modalnya ditentukan oleh nilai dari aset yang mendasarinya. Banyaknya kekaburan diseperti paket-paket produk dan aset yang disekuritisasi membantu jalan mereka untuk dikualifikasikan sebagai beresiko rendah. Klien global melakukan investasi di obligasi semacam itu karena kesenjangan global telah semakin mempererat keterkaitan keuangan internasional dan menimbulkan kebutuhan bagi institusi keuangan yang ada di negara-negara dengan neraca surplus untuk memegang banyak dari instrumen sampah tadi. Dalam gelombang pertama dari liberalisasi keuangan, distribusi global dari instrumen sampah tadi dipandang

sebagai keberhasilan penyebaran resiko. Namun pada akhirnya, kebalikan dari apa yang diharapkan terjadi, inovasi keuangan justru menyebabkan konsentrasi resiko karena sebagian besar dari kendaraan investasi disekuritasasi dengan aset yang memiliki resiko dasar yang sama. Dalam dua dekade terakhir, demikian diungkapkan laporan ini, inovasi keuangan didorong dan dilindungi oleh kurangnya kehati-hatian terhadap resiko yang menyertai inovasi-inovasi tersebut. Krisis keuangan terparah semenjak depresi hebat di AS, nasionalisasi besar-besaran sistem keuangan AS dan resesi terhebat semenjak perang dunia kedua mau tak mau menimbulkan keraguan terhadap asumsi yang dibuat oleh kepala Federal Reserve AS, Alan Greenspan, yang menyatakan "walaupun manfaat dan biaya dari produk derivatif masih diperdebatkan, kinerja ekonomi dan sistem keuangan di tahun-tahun terakhir ini membuktikan bahwa manfaatnya melebihi biayanya." Memang ada beberapa elemen dari krisis saat ini yang berbeda dengan krisis-krisis sebelumnya. Elemen yang berbeda inilah yang seharusnya meningkatkan ketahanan dari sistem keuangan. Beberapa diantara elemen tersebut adalah model bisnis bank "originate and distribute", produk derivasi seperti credit default swap dan penciptaan "sistem perbankan bayangan"™. Tentu saja ada banyak elemen lain yang tidak baru. Sebagaimana di krisis sebelumnya, akar dari permasalahan krisis saat ini adalah mekanisme pengaturan diri yang makin mengurangi kehati-hatian pelaku pasar. Hal ini pada gilirannya menimbulkan peningkatan likuiditas dan harga aset, yang pada akhirnya memberikan laba dan pertumbuhan yang lebih tinggi dan mendorong tindakan-tindakan investasi yang beresiko. "Pada akhirnya proses menghasilkan penumpukan resiko dan kesenjangan yang las yang pada satu titik harus dilonggarkan. Sebab utama dari krisis yang tengah melanda memang tampaknya adalah satu kejutan (dalam krisis saat ini, ambruknya pinjaman kredit perumahan), namun di banyak pasar, permasalahan sebenarnya dari krisis adalah penumpukan resiko tak terbendung selama masa penumpukan." Menurut laporan tadi, pendapat bahwa krisis saat ini memiliki banyak kesamaan dengan krisis sebelumnya memiliki implikasi terhadap peraturan keuangan saat ini. Karena kepercayaan terhadap kemampuan mendisiplinkan diri, pengambil kebijakan membuat kesalahan yang sebenarnya dapat dihindari. Sebagai contoh, mereka mengabaikan fakta bahwa indikator pasar (seperti high yield spreads atau pengukuran volatilitas implisit) cenderung rendah di puncak siklus kredit, justru saat resikonya tinggi. Laporan ini menunjukkan beberapa konsepsi yang salah di peraturan keuangan modern. Kesalahan yang paling mendasar adalah asumsi bahwa pasar selalu tahu apa yang terbaik dan regulator tidak harus melihat kembali keputusan pasar. Sebagaimana telah dibahas disini, Pemerintah dan pihak berwenang bisa dan harus memainkan peran aktif dalam mengawasi dan mengatur pasar. Mereka bisa melakukannya karena walupun informasi yang mereka miliki sama dengan yang dimiliki pasar, hanya mereka yang bisa mendeteksi dan menghindari resiko sistemik dengan pemahaman yang lebih baik dari pelaku pasar tentang batasan dan bahaya dari "ketergesa-gesaan irasional." Asumsi standar yang mendasari kebanyakan peraturan adalah bahwa produk keuangan selalu memiliki potensi untuk meningkatkan kesejahteraan masyarakat dan satu-satunya masalah yang harus diatasi adalah bahwa beberapa produk dapat meningkatkan resiko dan mengurangi keterbukaan. Asumsi standar percaya bahwa jika isu-isu tersebut dapat diatasi, lebih banyak inovasi keuangan akan selalu bermanfaat jika dilihat dari kaca mata masyarakat. "Argumen ini salah," ungkap UNCTAD, menambah instrumen keuangan dapat menghasilkan laba yang tinggi bagi pelaku bisnis tanpa memberikan kemanfaatan bagi masyarakat sama sekali. Instrumen baru semacam ini hanya meningkatkan resiko tanpa memberi manfaat bagi masyarakat. Instrumen-instrumen demikian dapat dikatakan efisien dari kacamata transaksi, namun sama sekali tidak memiliki efisiensi dari sisi fungsi dan manfaat. Pengambil kebijakan memang tidak selayaknya mencegah inovasi keuangan. Namun demikian, mereka harus waspada bahwa beberapa instrumen keuangan memang dibuat semata-mata untuk mengakali peraturan, meningkatkan jaminan pinjaman dan memaksimalkan laba bagi investor dan bonus bagi dunia perbankan. Peraturan keuangan harus mencoba untuk membatasi instrumen penipuan semacam ini. Laporan ini menyarankan bahwa langkah pertama untuk menghapus inovasi nakal bisa diambil dengan membangun Komisi Keamanan Produk Keuangan yang mengawasi apakah suatu produk keuangan dapat diperdagangkan atau dimiliki oleh institusi keuangan. Komisi seperti ini dapat juga menyediakan insentif bagi produk keuangan umum yang mudah dimengerti pelaku pasar, sehingga meningkatkan transparansi dari pasar keuangan. Disarankan juga oleh laporan ini untuk mengatur batasan bagi pengeluaran Credit Default Swaps (CDS) supaya resiko yang ada tetap terpantau. Peraturan semacam ini tidak akan terlalu netral dari peraturan yang membatasi pemilik besarnya klaim asuransi rumah bagi pemiliknya atau peraturan yang melarang pembelian asuransi jiwa bagi orang yang tak ada keterkaitannya. Demikian juga dengan CDS yang dimaksudkan untuk menjadi instrumen pengalihan resiko. Ketika besarnya CDS mencapai 10 kali dari resiko kehilangan dana, sangat jelas bahwa 90% dari CDS yang ada tidak memiliki fungsi pengalihan resiko. Peraturan yang tidak dirancang dengan baik akan mengundang lebih banyak masalah dan mendorong terjadinya kebocoran peraturan. Inilah yang terjadi dengan peraturan perbankan. Biasanya, bank mengambil lebih banyak resiko seiring meningkatnya jaminan dari pinjaman, dan di sisi lain peraturan kehati-hatian modern yang dibangun seputar perjanjian Basel, hanya mensyaratkan bank dengan cabang internasional memiliki modal lini pertama sebesar 8% dari aset dengan resiko tertimbang. Karena menaikkan permodalan mahal bagi Bank, manajer bank mencoba untuk menghindari peraturan ini dengan menyembunyikan resiko atau memindahkan jaminan dan pinjaman keluar dari Bank. Peralihan jaminan dan pinjaman ini menciptakan "sistem perbankan bayangan"™ yang terdiri dari produk derivasi over the counter, entitas yang tidak tercatat di laporan keuangan dan institusi keuangan non bank lainnya seperti perusahaan asuransi, hedge funds dan private equity funds. Karena produk turunan kredit, menurut laporan tadi, pemain-pemain baru tadi dapat melakukan peran-peran bank tanpa harus tunduk terhadap regulasi perbankan. Pada puncaknya, perbankan bayangan di Amerika mengelola aset lebih dari \$16 Triliun, bahkan lebih banyak \$4 Triliun dari bank tabungan yang dibatasi peraturan perbankan. Untuk menghindari lemahnya peraturan karena tidak adanya harmonisasi dan keseragaman di pasar yang berbeda, bank maupun pasar modal harus diatur secara bersama-sama secara konsolidatif, demikian disarankan UNCTAD, apalagi penumpukan resiko sistemik dapat dibatasi dengan merancang sistem peraturan berdasar tujuan. Semua pasar dan dan penyedia produk keuangan harus diawasi berdasarkan resiko yang mereka ambil. Kerangka peraturan yang ada sekarang memiliki asumsi bahwa dengan

memastikan kesehatan bank satu persatu akan secara langsung menjamin kesehatan dari keseluruhan sistem perbankan. Menurut laporan ini, asumsi seperti memiliki kehati-hatian di tingkat mikro, namun meninggalkan kehati-hatian di tingkat makro. Laporan tadi lebih jauh menyarankan agar peraturan di tingkat mikro harus dilengkapi dengan pengawasan di tingkat makro yang tidak hanya melindungi deposit, namun juga menjamin kesehatan dari sistem secara keseluruhan dengan menghindari kerugian besar di tingkat sistem. Pihak berwenang harus menjamin keharmonisan seluruh peraturan dan waspada bahwa bank bank maupun institusi non bank di pasar keuangan dapat menjadi sumber resiko sistemik. Dengan demikian, sangatlah penting untuk membangun sistem peraturan yang menjunjung kehati-hatian di tingkat makro berdasarkan kebutuhan penyediaan dana untuk menanggapi berbagai siklus keuangan; dan juga, sangatlah penting untuk membangun institusi yang secara khusus mengawasi berbagai pasar keuangan dari sisi resiko sistemik. Dipublikasikan di SUNS #6664 tanggal 20 Maret 2009.