Ledakan Harga Komoditi: Adakah Ciri Pasaran Kewangan (Financialisation) dalam Pasaran Komoditi Merupakan Satu Faktor?

Pengenalan

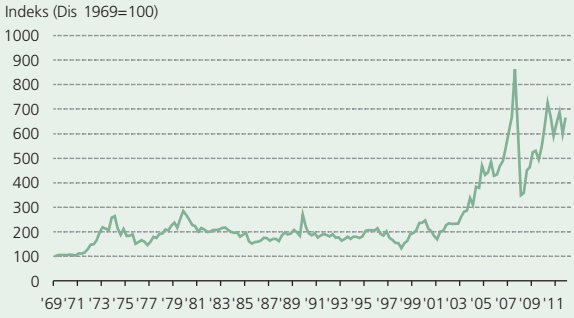
Setelah beberapa dekad mencapai kestabilan secara relatif, harga komoditi global melonjak naik sejak sedekad yang lalu dan mengalami turun naik yang agak ketara sejak itu (Rajah 1). Perubahan yang jelas ini telah menimbulkan banyak perdebatan dan pendapat yang berbeza-beza tentang pemacu harga komoditi. Sejak dari dahulu, pemacu utama harga komoditi ialah perubahan asas dalam faktor permintaan dan penawaran global. Kejutan dalam jangka pendek, seperti gangguan bekalan secara tiba-tiba yang menyebabkan kekurangan bekalan di seluruh dunia, juga kadangkala mempengaruhi harga komoditi. Faktor-faktor ini masih penting sehingga kini. Namun, peningkatan dan turun naik dalam harga komoditi sejak beberapa tahun kebelakangan ini serta perkembangan pesat instrumen kewangan yang diindeks kepada harga komoditi telah mencetuskan persoalan tentang peranan yang dimainkan oleh peserta pasaran kewangan dalam penentuan harga komoditi. Rencana ini meneliti kedua-dua pandangan tersebut dan memanfaatkan hasil kajian sedia ada untuk memberikan sedikit sebanyak huraian yang lebih mendalam tentang sejauh mana pasaran komoditi yang semakin bercirikan pasaran kewangan, menerusi penghasilan produk kewangan berdasarkan komoditi, mempengaruhi trend harga komoditi akhir-akhir ini.

Peranan keadaan permintaan dan penawaran dalam memacu harga komoditi

Ada kesepakatan bahawa sejak dari dahulu, faktor asas seperti perubahan dalam keadaan permintaan dan penawaran global merupakan pemacu penting bagi harga komoditi. Peningkatan harga komoditi global sejak kebelakangan ini, khususnya antara tahun 2004 hingga 2008, juga tidak berbeza.

Rajah 1

Harga Komoditi Global



Sumber: S&P GSCI Spot Index, Bloomberg

Setelah melalui tempoh pertumbuhan ekonomi dunia yang kukuh serta berterusan, penggunaan minyak global meningkat dengan lebih cepat antara tahun 2001 hingga 2007 berbanding dengan dekad-dekad sebelumnya[1]. Sebahagian besar peningkatan ini boleh dikaitkan dengan permintaan yang semakin meningkat daripada ekonomi sedang pesat membangun (terutamanya RR China dan India), apabila gabungan peningkatan pendapatan dan pertambahan penduduk yang stabil mendorong pertumbuhan aktiviti ekonomi. Penggunaan tenaga dan makanan dalam ekonomi sedang pesat membangun telah mencatat peningkatan yang stabil sejak tahun 1996, masing-masing pada kadar tahunan 3.0% dan 1.7%[2]. Penggunaan tenaga dan makanan di RR China sahaja masing-masing berkembang pada kadar 7.1% dan 1.8% dalam tempoh yang sama. Sebaliknya, penggunaan tenaga dalam ekonomi maju menurun sebanyak 0.1%, manakala penggunaan makanan meningkat pada kadar sederhana iaitu 0.8% dalam tempoh ini[3] (Rajah 2 dan 3).

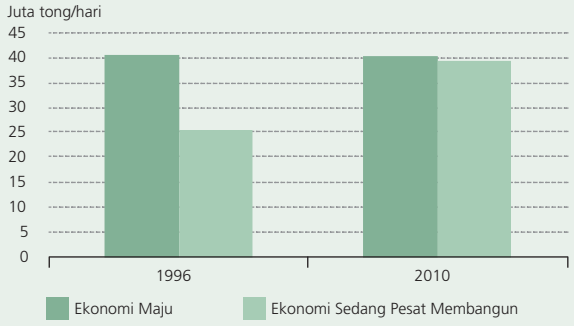
[1] Menurut European Central Bank (2010), pertumbuhan purata tahunan bagi penggunaan minyak global sekitar 27% antara tahun 2001 hingga 2007, berbanding dengan 19% antara 1991-2000 dan 2% antara 1980-1990.

[2] British Petroleum Statistical Review, FAO, OECD, dan pengiraan Bank Negara Malaysia (Ekonomi sedang pesat membangun merangkumi Brazil, RR China, India, Persekutuan Rusia, Bangladesh, Indonesia, Iran, Iraq, Kazakhstan, Republik Korea, Myanmar, Pakistan, Filipina, Arab Saudi, Thailand, Turkey, Vietnam, Mesir, Afrika Selatan, Ethiopia, Nigeria, Mexico, Argentina, Chile, Colombia, Peru, Venezuela, Serbia, Ukraine).

[3] British Petroleum Statistical Review, FAO, OECD, dan pengiraan Bank Negara Malaysia (Ekonomi maju merangkumi Australia, Kanada, Kesatuan Eropah, Jepun dan AS).

Rajah 2

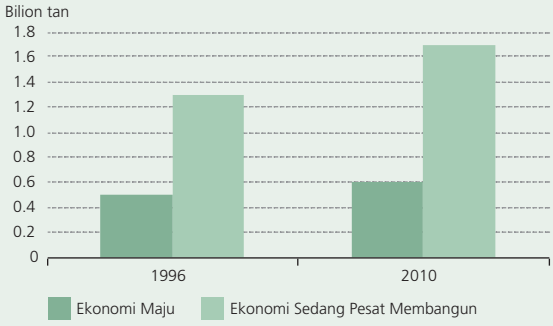
Penggunaan Tenaga (Minyak Mentah) Global



Sumber: British Petroleum Statistical Review

Rajah 3

Penggunaan Makanan (Bijirin) Global



Sumber: Pertubuhan Makanan dan Pertanian Pertubuhan Bangsa- Bangsa Bersatu (FAO), Pertubuhan Kerjasama dan Pembangunan Ekonomi (OECD)

Permintaan terhadap input pertanian untuk pengeluaran biobahan api merupakan satu lagi faktor penting. Subsidi yang diperkenalkan untuk pengeluaran biobahan api, terutamanya di Australia, Kanada, RR China, Kesatuan Eropah dan Amerika Syarikat (AS) antara tahun 2006-2009 menyebabkan peralihan sesetengah komoditi makanan kepada penghasilan biobahan api. Oleh itu, sebahagian besar penggunaan global bagi beberapa komoditi makanan – 20% daripada tebu, 9% daripada minyak sayuran dan bijirin kasar, serta 4% daripada bit gula[4] – adalah untuk menghasilkan biobahan api. Malah, di bawah undang-undang AS, 40% daripada tuaian jagung mesti digunakan untuk membuat biobahan api[5]. Peningkatan dalam penghasilan biobahan api ini turut mewujudkan tekanan ke atas harga produk pertanian yang tidak digunakan dalam pengeluaran biobahan api, kerana lebih banyak tanah pertanian diubah suai untuk menghasilkan tanaman yang diperlukan bagi pengeluaran biobahan api.

Rajah 4

Permintaan dan Penawaran Minyak Dunia



Sumber: Energy Information Administration (EIA) AS

Kesan daripada peningkatan permintaan terhadap harga komoditi didapati lebih ketara kerana penawaran tidak dapat menampung permintaan tersebut. Contohnya, kenaikan harga komoditi global yang mendadak berlaku semasa bekalan minyak global semakin terhad. Pengeluaran minyak dunia mula lembap antara tahun 2004 hingga 2009, sebahagian besarnya kerana kekangan geologi di beberapa negara besar pengeluar minyak bukan OPEC. Oleh itu, terdapat pandangan bahawa penurunan secara tiba-tiba dalam pengeluaran minyak mentah dunia sepanjang tempoh ini menyumbang kepada kenaikan harga minyak yang ketara[6] (Rajah 4).

Gangguan bekalan jangka pendek yang tidak dijangka ekoran masalah sosiopolitik dan berkaitan cuaca turut menyebabkan lonjakan harga sepanjang sedekad yang lalu. Sebagai contoh, faktor iklim merupakan penyumbang utama kepada kenaikan harga komoditi pertanian antara tahun 2007 hingga 2010. Pada tahun 2008, Australia, yang merupakan pembekal gandum yang penting di dunia telah mengalami kemarau, lantas menyebabkan kekurangan bekalan gandum dalam pasaran yang

[4] Laporan Dasar tentang Turun Naik Harga dalam Pasaran Makanan dan Pertanian yang disumbangkan oleh FAO, IFAD, IMF, OECD, UNCTAD, WFD, Bank Dunia, WTO, IFPRI dan HLTF PBB.
[5] Akta Kebebasan dan Keselamatan Tenaga 2007.
[6] Kaufmann (2011), European Central Bank (2010).

sememangnya tidak mencukupi dan seterusnya mengakibatkan kenaikan harga yang ketara[7]. Baru-baru ini, pada tahun 2010, kemarau dan kebakaran yang cepat merebak di Persekutuan Rusia telah memusnahkan satu perlima tanaman di Rusia dan mengakibatkan pengeluaran gandum tahunannya menurun sebanyak 25 juta tan. Akibatnya, harga gandum mengalami kenaikan yang mendadak, daripada USD5 bagi setiap busyel pada bulan Ogos 2010 kepada paras tertinggi USD9 setiap busyel pada bulan Februari 2011. Penurunan dalam bekalan dan kenaikan harga ini menjadi lebih ketara apabila pada bulan Ogos 2010, Rusia memutuskan untuk menyekat eksport bijirin dalam bulan-bulan seterusnya pada tahun itu.

Pengaruh pedagang bukan komersial terhadap pasaran komoditi yang semakin meningkat
Meskipun tidak diragui bahawa sebahagian besar trend jangka panjang harga komoditi adalah berpunca daripada perubahan asas dalam permintaan dan penawaran komoditi global, terdapat tanda-tanda bahawa peserta pasaran kewangan semakin berpengaruh terhadap pasaran komoditi, berbanding dengan pedagang komersial yang tradisional.

Pertama, dana yang diperuntukkan untuk derivatif komoditi telah meningkat dengan ketara sejak tahun 2004. Minat pedagang bukan komersial[8] yang kian meningkat dalam pasaran komoditi telah menyebabkan kenaikan lebih enam kali ganda dalam kontrak hadapan dan kontrak opsyen terkumpul di bursa komoditi, daripada kira-kira 10 juta kontrak pada tahun 1999 kepada lebih 60 juta kontrak pada tahun 2011[9]. Persekitaran kadar faedah yang rendah, yang mendorong pelabur untuk mencari pulangan yang lebih tinggi dalam kelas aset bukan tradisional, dan inovasi kewangan yang membolehkan jumlah pelabur yang lebih banyak didedahkan kepada pasaran komoditi, dikatakan menjadi faktor di sebalik kenaikan ini dan daya penarik komoditi sebagai pelaburan alternatif.

Kedua, pelaburan indeks mencatat pertumbuhan yang tidak pernah berlaku sebelum ini[10]. Faktor utama di sebalik aliran masuk pelaburan kewangan ke dalam pasaran komoditi baru-baru ini ialah kemunculan pelabur indeks komoditi. Peningkatan dalam pelaburan indeks adalah cukup besar, dengan anggaran aset yang diperuntukkan kepada strategi perdagangan indeks komoditi meningkat daripada USD15 bilion pada tahun 2003 kepada USD210 bilion pada tahun 2012[11]. Secara kolektif, para pelabur indeks ini membentuk sebahagian besar peserta bukan komersial dalam pasaran komoditi. Motivasi mereka yang tersendiri dan strategi pelaburan mereka yang khusus[12], yang ada kalanya mungkin berbeza daripada asas yang mendasari komoditi, ditambah pula dengan pelaburan mereka yang tinggi, telah mendorong ramai pemerhati pasaran membuat kesimpulan bahawa penyertaan pelabur indeks boleh memberikan pengaruh yang besar terhadap pergerakan harga komoditi.

---

[7] Bekalan gandum memang sedia terhad ekoran kemarau berterusan di Australia pada tahun 2006 dan 2007, serta fros yang merosakkan tanaman di AS pada pertengahan tahun 2007.

[8] Ejen dalam pasaran komoditi lazimnya dikategorikan kepada pedagang komersial dan bukan komersial. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) AS mentakrifkan pedagang komersial ialah mereka yang menghasilkan atau menggunakan komoditi fizikal, manakala pedagang bukan komersial ialah pembeli kontrak hadapan komoditi yang tidak beroperasi dalam pasaran fizikal dan tiada pendedahan kepada harga komoditi fizikal. Pedagang bukan komersial merangkumi bukan sahaja spekulator yang boleh membeli dan menjual kontrak hadapan komoditi berdasarkan pandangan mereka, tetapi juga pelabur indeks yang memegang kedudukan niaga hadapan komoditi secara pasif sebagai satu komponen portfolio yang pelbagai.

[9] Bank for International Settlements (2011).

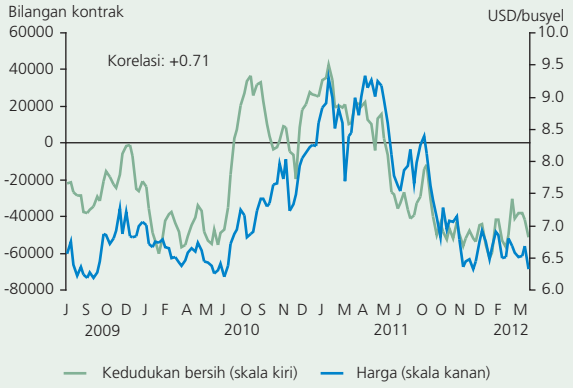
[10] Pelaburan indeks tidak berbeza daripada dana bersama, iaitu dana yang dilaburkan dalam indeks komoditi digunakan untuk membeli kumpulan komoditi yang ditetapkan oleh indeks. Oleh itu, pelabur indeks hanya mempunyai kedudukan belian (panjang) dalam pasaran komoditi.

[11] CFTC AS Index Investing Data.

[12] Oleh sebab motivasi mereka untuk memegang komoditi sebagai sebahagian daripada strategi pempelbagaian, pelabur indeks boleh terus mengekalkan pemegangan komoditi mereka tanpa mengambil kira keadaan pasaran atau pergerakan harga. Ini menghasilkan permintaan artifisial dalam pasaran. Sebaliknya, jika pelabur memutuskan untuk menarik balik pelaburan disebabkan faktor yang tidak berkaitan dengan asas komoditi, pengurus dalam indeks tersebut tiada pilihan lain dan terpaksa menjual pegangan mereka tanpa mengambil kira prospek komoditi yang berkenaan. Di samping itu, ketegaran dalam wajaran yang berkait dengan setiap komoditi dalam sesuatu indeks mungkin memerlukan pembelian dan penjualan sesetengah komoditi untuk mengekalkan peruntukan asal. Sekali lagi, urus niaga tersebut tidak semestinya mencerminkan faktor asas yang mempengaruhi komoditi dalam indeks.

Rajah 5

Kedudukan Spekulatif Bersih Kontrak Hadapan Gandum dan Kesan pada Harga



Sumber: Commodity Futures Trading Commission (CFTC) AS

Rajah 6

Kedudukan Spekulatif Bersih Kontrak Hadapan Jagung dan Kesan pada Harga



Sumber: Commodity Futures Trading Commission (CFTC) AS

Ketiga, jumlah dagangan bukan komersial (spekulator dan pelabur indeks) melebihi dagangan komoditi komersial. Pada masa ini, urus niaga pasaran kewangan melebihi perdagangan sebenar komoditi fizikal. Laporan terkini[13] menunjukkan bahawa dagangan bukan komersial kini mencakupi sekurang-kurangnya 64% daripada semua kedudukan dagangan minyak yang direkodkan. Pada masa lalu, kedudukan bukan komersial dalam perdagangan minyak lazimnya hanya mencakupi 30% daripada jumlah dagangan[14].

Keempat, terdapat pergerakan bersama yang kukuh antara aktiviti belian dan jualan bersih spekulatif dalam pasaran hadapan komoditi dengan harga komoditi. Kedudukan spekulatif bersih bagi kontrak hadapan komoditi, yang mengambil kira pesanan 'belian' dan 'jualan' pedagang bukan komersial, sedikit sebanyak mencerminkan sentimen dan pandangan pelabur tentang masa hadapan[15]. Tahap pergerakan bersama yang tinggi antara kedudukan spekulatif bersih dengan harga spot komoditi memberikan sedikit penunjuk tentang pengaruh spekulator terhadap pergerakan harga komoditi (Rajah 5 dan 6).

Kelima, pergerakan bersama antara indeks komoditi global dengan indeks ekuiti semakin meningkat. Sebelum tahun 2004, tidak ada korelasi yang dapat dilihat dalam pergerakan pasaran komoditi dan ekuiti. Harga komoditi lazimnya dipengaruhi oleh asas yang mendasari setiap komoditi, manakala pasaran ekuiti lebih mudah dipengaruhi oleh perubahan dalam kesanggupan pelabur untuk mengambil risiko. Namun, sejak tahun 2004, penyertaan pelabur kewangan yang semakin bertambah menyebabkan pasaran komoditi global menjadi lebih peka terhadap pengimbangan semula portfolio oleh pelabur kewangan. Ini menyebabkan pergerakan dalam harga komoditi lebih berkorelasi dengan harga dalam pasaran aset lain, termasuk pasaran ekuiti. Antara tahun 2006 hingga 2012, korelasi antara indeks komoditi[16] dengan indeks ekuiti[17] meningkat dengan ketara, daripada hampir sifar pada tahun 2004 kepada 0.6 pada tahun 2012[18].

[13] CFTC AS Commitment of Traders Report 2012.
[14] Hall (2010).
[15] Lazimnya, dalam pasaran komoditi, terdapat pembeli dan penjual kontrak hadapan bagi komoditi yang sama. Pesanan pembeli dan penjual, apabila "dikira bersih", akan menjadi kedudukan spekulatif bersih. Pesanan belian yang lebih banyak berbanding dengan pesanan jualan akan mewujudkan kedudukan panjang spekulatif bersih, manakala pesanan jualan yang melebihi pesanan belian akan menghasilkan kedudukan pendek spekulatif bersih.
[16] S&P GSCI Spot Index.
[17] S&P 500.
[18] Pengiraan Bank Negara Malaysia.

Tahap pengaruh pasaran komoditi yang bercirikan pasaran kewangan

Memandangkan makin ramai yang bersetuju bahawa faktor asas dan faktor kewangan memainkan peranan dalam pergerakan harga komoditi, penyelidikan dan kajian kini mula beralih kepada penilaian kepentingan setiap faktor tersebut secara relatif. Kajian sedia ada menyimpulkan secara umum bahawa, walaupun permintaan global terus mempengaruhi trend harga komoditi untuk jangka panjang, namun aliran pelaburan spekulatif ke dalam pasaran komoditi telah meningkatkan lagi pergerakan harga komoditi[19]. Meskipun terdapat pelbagai kategori peserta kewangan dalam pasaran komoditi dan pelbagai metodologi digunakan, bukti kajian menunjukkan bahawa, setelah mempertimbangkan semua perkara, faktor asas dilihat lebih penting dalam menerangkan trend harga komoditi. Walau bagaimanapun, pasaran komoditi yang bercirikan kewangan boleh dan telah meningkatkan magnitud kitaran turun naik (boom-bust cycle) bagi harga komoditi dalam jangka pendek. Secara lebih khusus, pelbagai kajian mendapati bahawa aktiviti spekulatif meningkatkan lagi pergerakan harga komoditi sebanyak 15% - 28% (Jadual 1).

Jadual 1

Ringkasan Kajian Yang Telah Cuba Menyatakan Kuantiti Kesan Aktiviti Spekulatif dalam Pasaran Komoditi

Kajian	Kesan (%)
Gilbert (2009)	~15
Van der Molen (2009)	26.8
Khan (2009)	19-28*
United Nations Conference on Trade and Development (2011)	20-25
Pollin dan Heintz (2011)	26.5*
Davies (2011)	25*
Lombardi dan Robays (2011)	15
Lenzner (2012)	22*
Juvenal dan Petrella (2012)	~15

* Termasuk pengiraan Bank Negara Malaysia

Kesimpulan

Peningkatan yang cepat dan turun naik yang mendadak harga komoditi sejak beberapa tahun kebelakangan ini telah menyebabkan penilaian semula faktor pemacu harga komoditi. Meskipun aktiviti komoditi yang bercirikan pasaran kewangan diakui semakin berperanan dalam memacu harga komoditi, kepentingannya berbanding dengan faktor asas masih lagi menjadi tanda tanya. Yang pasti, kesan yang dibawa oleh pedagang bukan komersial ke atas pergerakan harga komoditi global serta dinamik di sebaliknya perlu difahami dengan lebih mendalam. Satu bidang penyelidikan yang menarik dan agak kurang diselidiki ialah hubungan antara dasar monetari dengan harga komoditi. Antara persoalan utama ialah sejauh mana dasar monetari global yang amat longgar sejak beberapa tahun kebelakangan ini telah menyumbang kepada komoditi bercirikan pasaran kewangan dan seterusnya turun naik harga komoditi, kesan terhadap harga makanan global dan bekalan untuk penggunaan manusia, serta keberkesanan dasar monetari menangani inflasi yang berkait dengan penawaran, terutamanya dalam ekonomi sedang pesat membangun yang bersifat sangat terbuka.

[19] Walaupun sesetengah kajian menganggap aktiviti spekulatif berpunca daripada kesemua pelabur bukan komersial dan mengukur kesan tersebut secara keseluruhan, kajian lain mengasingkan pedagang bukan komersial untuk membezakan kesan yang diakibatkan oleh pelabur indeks sahaja, oleh sebab strategi pelaburan mereka yang berbeza dan jumlah pelaburan mereka yang besar.

Rujukan

Bank for International Settlements (2011), Quarterly Review.

Davies, G. (2011), 'Fundamentals and Speculation in Commodity Markets', Financial Times.

European Central Bank (2010), Monthly Bulletin.

Flassbeck, H., Bicchetti, D., Mayer, J. dan Rietzler, K. (2011), 'Price Formation in Financialised Commodity Markets: The Role of Information', UNCTAD.

Gilbert, C.L. (2009), 'Speculative Influences on Commodity Prices 2006 – 2008', CIFREM dan Department of Economics, University of Trento, Italy.

Hall, K. (2012), 'Once again, speculators behind sharply rising oil and gasoline prices', McClatchy.

Juvenal, L. dan Petrella, I. (2012), 'Speculation in the Oil Market', Working Paper 2011-027C, Federal Reserve Bank of St Louis.

Kaufmann R.K. (2011), 'The Role of Market Fundamentals and Speculation in Recent Price Changes for Crude Oil', Energy Policy, 39(1): m.s. 105-115.

Khan, M. S. (2009), 'The 2008 Oil Price Bubble', Policy Brief, Peterson Institute for International Economics.

Lenzner, R. (2012), 'Speculation in Crude Oil Adds $23.39 To The Price Per Barrel', Forbes.

Lombardi, M. J. dan Van Robays, I. (2011), 'Do Financial Investors Destabilise Oil Price?', Working Paper Series No. 1346, European Central Bank.

Pollin, R. dan Heintz, J. (2011), 'How Wall Street Speculation is Driving Up Gasoline Prices Today', Political Economy Research Institute University of Massachusetts, Amherst.

Van der Molen, M. (2009), 'Speculators Invading the Commodity Markets: A Case Study of Coffee', Unpublished, University of Utrecht.