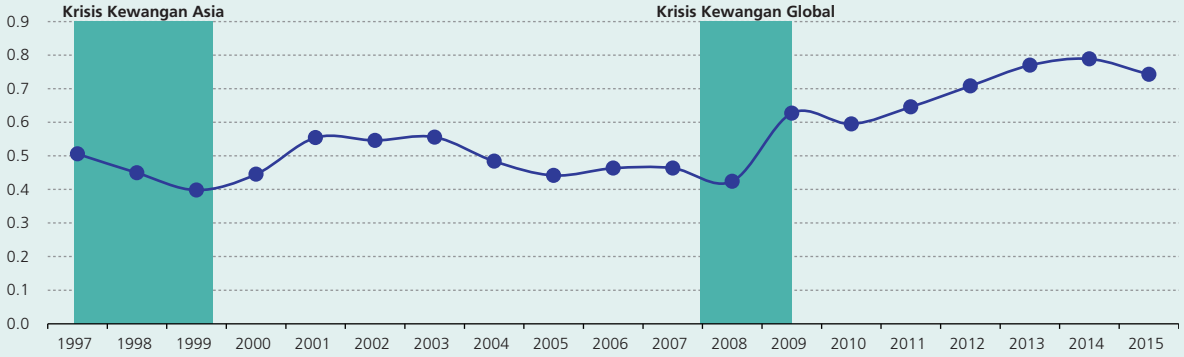
Pendalaman Kewangan dan Implikasi terhadap Kestabilan Kewangan

Malaysia telah melalui pendalaman kewangan yang ketara, terutamanya sepanjang dua dekad kebelakangan ini. Pendalaman ini terbukti daripada keluasan dan kedalaman komponen utama sistem kewangan, akses dan kecekapan, serta kepelbagaian peserta dan instrumen (Rajah 1). Sistem kewangan telah berkembang lima kali sejak tahun 1998 kepada kira-kira 400%[1] daripada KDNK pada akhir tahun 2015, mencerminkan strategi yang telah diambil untuk menyokong keperluan ekonomi yang sedang berkembang dan pada masa yang sama, mengukuhkan daya tahannya terhadap kejutan. Peranan institusi kewangan bukan bank (IKBB)[2] yang semakin penting, khususnya, telah meningkatkan akses isi rumah, perniagaan dan institusi kewangan kepada rangkaian pilihan pendanaan dan pelaburan yang lebih meluas. Perkembangan ini telah menyumbang kepada peruntukan sumber kewangan dan sebaran risiko yang lebih cekap dalam ekonomi dan pada masa yang sama memerlukan pemahaman yang lebih meluas tentang sumber risiko terhadap kestabilan kewangan serta saluran pemindahan risiko kepada dan dalam sistem kewangan (Rajah 2). Rencana ini membincangkan evolusi pengantaraan kewangan di Malaysia dan implikasinya terhadap pengurusan kestabilan kewangan, termasuk kebimbangan yang mungkin timbul akibat kesalinghubungan sistem perbankan dengan pengantara kewangan lain, dan aktiviti yang menggalakkan leveraj berlebihan atau yang melibatkan transformasi tempoh matang dan mudah tunai serta pemindahan risiko kredit yang tidak sempurna.

Rajah 1

Indeks Kedalaman Kewangan Malaysia



Nota: Indeks dibina daripada penunjuk-penunjuk berikut sebagai nisbah kepada KDNK: (i) permodalan pasaran saham; (ii) sekuriti hutang awam domestik terkumpul; (iii) sekuriti hutang swasta domestik terkumpul; (iv) aset sistem perbankan; (v) aset industri pengurusan dana; (vi) aset kumpulan wang simpanan dan pencen; (vii) aset industri insurans; dan (viii) aset institusi kewangan bukan bank (IKBB) lain

Sumber: Bank Negara Malaysia dan pengiraan dalaman

Evolusi Pengantaraan Kewangan di Malaysia

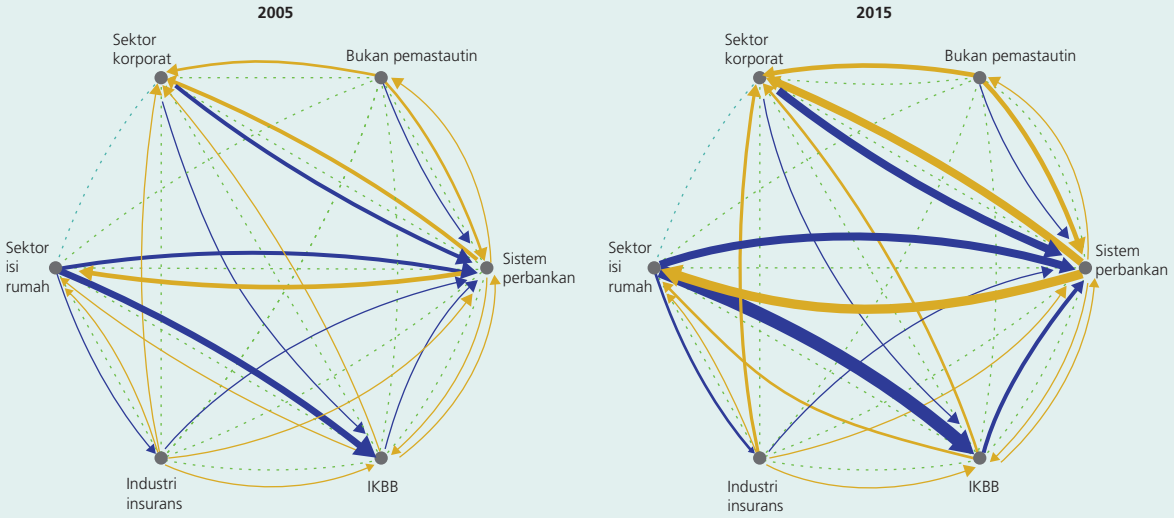
Meskipun bank mengekalkan peranan utamanya dalam pengantaraan kewangan di Malaysia, satu ciri penting dalam evolusi sistem kewangan sepanjang sedekad yang lalu ialah peningkatan ketara peranan pasaran modal dalam negeri dan IKBB (Rajah 3). Jumlah sekuriti hutang terkumpul meningkat pada kadar pertumbuhan tahunan terkompaun (compounded annual growth rate, CAGR) 10.4% sepanjang sedekad yang lalu kepada RM1,127.2 bilion atau 97.4% daripada KDNK pada akhir tahun 2015. Purata matang sekuriti hutang juga bertambah, daripada 3.1 tahun pada tahun 2005

[1] Dikira berdasarkan pinjaman terkumpul yang diberi oleh institusi kewangan, permodalan pasaran dalam pasaran ekuiti dan sekuriti hutang terkumpul.

[2] Untuk tujuan rencana ini, IKBB terdiri daripada penanggung insurans dan pengendali takaful, institusi kewangan pembangunan, kumpulan wang simpanan dan pencen, industri pengurusan dana, pertubuhan keselamatan sosial, entiti pensekuritian dan pemberi pinjam bukan bank yang lain seperti pemegang pajak gadai, pemberi pinjam wang, koperasi, penyedia pembiayaan sewa beli, syarikat pemfaktoran dan pemajakan, institusi kredit perumahan dan penyedia pembiayaan pendidikan bukan bank.

Rajah 2

Kesalinghubungan antara Komponen Sistem Kewangan



— Pelaburan, simpanan atau penempatan deposit

— Penyediaan pembiayaan atau pemegangan sekuriti hutang

····· Kesalinghubungan tidak langsung melalui pemegangan instrumen kewangan yang sama (contoh, ekuiti)

Nota: Ketebalan garisan biru dan oren menunjukkan tahap dedahan yang diskalakan kepada saiz
Rajah di atas menunjukkan kesalinghubungan yang penting antara komponen sistem kewangan

Sumber: Bank Negara Malaysia dan pengiraan dalaman

kepada 6.1 tahun pada tahun 2015, disokong oleh terbitan sekuriti dengan tempoh matang yang lebih panjang sehingga 30 tahun. Ini membolehkan perniagaan memperoleh pendanaan untuk projek yang mempunyai tempoh tunggu hasil yang panjang atau untuk merancang perkembangan jangka lebih panjang dengan lebih berkesan, di samping mengurangkan risiko pembiayaan semula. Bagi syarikat insurans serta kumpulan wang simpanan dan pencen, keupayaan untuk melabur dalam instrumen kewangan dengan tempoh matang yang lebih panjang juga telah mengurangkan risiko ketidakpadanan aset-liabiliti.

Perkembangan pasaran derivatif dan pensekuritian di Malaysia berlaku secara beransur-ansur dan lebih berhati-hati. Meskipun permintaan terhadap derivatif untuk tujuan perlindungan nilai menunjukkan trend menaik, pasaran ini secara relatif kekal kecil. Aktiviti pensekuritian yang sebahagian besarnya dikaitkan dengan pinjaman perumahan yang diberi kepada penjawat awam, distrukturkan terutamanya untuk mengurangkan ketidakpadanan tempoh matang dan bukan untuk memindahkan risiko kredit. Dengan kedudukan modal yang kukuh, mudah tunai yang lebih daripada mencukupi dan dedahan risiko kredit yang terurus, bank di Malaysia secara amnya tidak bergantung kepada pasaran pensekuritian bersandarkan aset untuk menyokong aktiviti pemberian pinjaman mereka. Pada akhir tahun 2015, sekuriti bersandarkan aset berjumlah RM11.4 bilion atau kira-kira 1% (2005: 3.4%) daripada jumlah sekuriti hutang terkumpul.

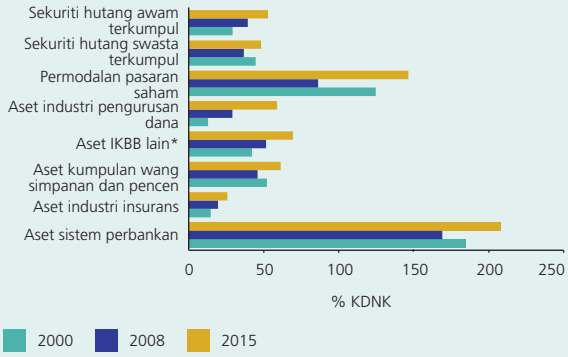
Selaras dengan pasaran modal yang lebih maju, peranan IKBB dalam penggemblengan simpanan dan pelaburan juga menjadi semakin penting. Ini sebahagian besarnya berpunca daripada pasaran modal yang lebih teguh dan cair, dan juga mencerminkan tahap kecanggihan dan kesedaran kewangan yang lebih tinggi dalam kalangan isi rumah tentang adanya rangkaian instrumen simpanan dan pelaburan alternatif yang lebih meluas. Sepanjang dekad yang lalu, aset IKBB telah meningkat tiga kali, dan kini mencakupi kira-kira separuh (49%) (2005: 41%) daripada jumlah aset institusi kewangan pada akhir tahun 2015. Kira-kira 70% daripada pertumbuhan IKBB dipacu oleh industri pengurusan dana

serta kumpulan wang simpanan dan pencen. Nilai aset bersih dana borong untuk pelabur institusi meningkat lebih daripada empat kali sejak lima tahun lalu untuk mencakupi kira-kira 13% daripada aset industri pengurusan dana. Meskipun sebahagian besar daripada dana borong dilaburkan dalam instrumen pasaran wang termasuk deposit, dana ini dianggarkan mewakili kurang daripada 3% deposit bank. Permintaan terhadap simpanan persaraan swasta untuk melengkapi skim simpanan persaraan wajib dan jaring keselamatan kebajikan sedia ada juga telah meningkat, dengan aset di bawah pengurusan skim persaraan swasta meningkat kira-kira empat kali kepada RM1.2 bilion (2013: RM0.3 billion) sejak pelancarannya pada tahun 2012. Sebahagian besar IKBB (mewakili lebih daripada 95% jumlah aset IKBB) tertakluk di bawah pengawasan Bank, Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, Suruhanjaya Koperasi Malaysia atau kementerian.

Kesan yang dijangka daripada rangkaian instrumen pengurusan kekayaan yang lebih meluas dan pasaran kewangan yang lebih mendalam ialah pertumbuhan deposit yang sederhana (CAGR antara tahun 2010 hingga tahun 2015: 7.9%, CAGR antara tahun 2005 hingga tahun 2010: 10.5%). Dalam tempoh kebelakangan ini, pencarian kadar hasil dalam keadaan persekitaran kadar faedah rendah yang berpanjangan dan jumlah aliran modal yang lebih tinggi juga memberikan kesan kepada pertumbuhan deposit. Perkembangan ini mencerminkan pendalaman kewangan dan sistem kewangan yang lebih matang dan terbuka. Sejak beberapa tahun lalu, institusi perbankan di Malaysia juga telah mula mendapatkan sumber alternatif bagi pendanaan yang stabil menerusi pasaran modal domestik. Ini mencerminkan penyesuaian yang dibuat oleh bank terhadap pertumbuhan deposit yang lebih perlahan serta langkah yang diambil oleh bank untuk mempelbagai dan meningkatkan kestabilan asas pendanaan mereka. Pada akhir tahun 2015, instrumen pendanaan jangka sederhana, dalam mata wang ringgit dan asing, telah meningkat untuk mencakupi 5.1% (2010: 2.9%) daripada jumlah liabiliti bank. Peningkatan ini menyebabkan profil kematangan sumber pendanaan bank dipanjangkan secara beransur-ansur kepada antara tiga hingga lima tahun (berbanding dengan tempoh kurang daripada satu tahun untuk pendanaan berasaskan deposit). Ketidakpadanan tempoh matang antara pendanaan bank dengan aset (yang mempunyai tempoh purata 11.9 tahun) juga bertambah baik.

Rajah 3

Komponen Sistem Kewangan



*Merujuk kepada institusi kewangan pembangunan (IKP), koperasi, institusi kredit perumahan, syarikat pemfaktoran dan pemajakan, pertubuhan keselamatan sosial, perbadanan gadai janji kebangsaan, penyedia pembiayaan pendidikan bukan bank, pemegang pajak gadai, pemberi pinjam wang dan sekuriti bersandarkan aset terkumpul. Aset untuk tahun 2015 adalah berdasarkan angka awalan.

Sumber: Bank Negara Malaysia, Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, Suruhanjaya Koperasi Malaysia dan pengiraan dalaman

Implikasi kepada Pengurusan Kestabilan Kewangan

Gabungan sistem kewangan berasaskan bank dan berasaskan pasaran telah mengurangkan risiko berkaitan dengan tumpuan dalam pasaran kewangan, institusi atau instrumen tertentu untuk memenuhi keperluan pembiayaan (Jadual 1). Yang ketara, tumpuan dedahan bank kepada perniagaan besar telah menurun (2015: 18.9%; 2005: 22.6%), selaras dengan bahagian pembiayaan perniagaan

Jadual 1

Profil Pembiayaan Syarikat Bukan Kewangan

	1998	2015
	RM bilion	
Institusi kewangan domestik*	307.5 (78%)	672.4 (52%)
Pasaran sekuriti hutang	5.1 (1%)	337.3 (26%)
Peminjaman luar negeri	83.5 (21%)	287.4 (22%)

*Merujuk kepada peminjaman dari bank-bank di Malaysia, IKP dan IKBB.

Nota: Angka-angka dalam kurungan merujuk kepada peratusan daripada jumlah hutang syarikat bukan kewangan

Sumber: Bank Negara Malaysia dan pengiraan dalaman

yang lebih tinggi daripada pasaran sekuriti hutang swasta. Pada tempoh yang sama, dedahan sektor perbankan kepada isi rumah dan PKS telah meningkat (2015: 74.8%; 2005: 72.4%), didorong oleh keadaan mudah tunai yang lebih daripada mencukupi, seiring usaha berterusan untuk menggalakkan rangkuman kewangan.

Peningkatan kepentingan pinjaman kepada isi rumah dan PKS telah menyebabkan sebaran risiko kredit yang lebih meluas dalam sistem perbankan, diiringi perubahan dalam pendekatan pengurusan risiko kredit oleh institusi perbankan. Ini termasuk penggunaan model penskoran kredit yang lebih meluas untuk penilaian risiko, disokong oleh maklumat kredit daripada Sistem Maklumat Rujukan Kredit Pusat (Central Credit Reference Information System, CCRIS) yang terus berperanan sebagai komponen utama model penskoran kredit. CCRIS juga menyediakan asas yang kukuh untuk menggalakkan perkembangan dan pertumbuhan agensi pelaporan kredit swasta untuk meningkatkan lagi penyediaan maklumat kredit pengguna yang berkualiti tinggi untuk membantu peminjam dan pemberi pinjaman membuat keputusan berdasarkan maklumat yang mencukupi. Dengan peningkatan dedahan institusi kewangan kepada isi rumah dan PKS, pengaturan keinstitusian juga telah diwujudkan untuk memberikan tindak balas awal terhadap potensi tekanan dalam segmen ini. Pengaturan ini termasuk penubuhan Agensi Kaunseling dan Pengurusan Kredit (AKPK) dan Skim Penyelesaian Pinjaman Kecil oleh Bank untuk memudahkan penyelesaian hutang dan menyediakan khidmat nasihat pengurusan kewangan.

Sejak tahun 2010, Bank juga telah melaksanakan langkah kehematan makro untuk menguruskan risiko akibat keberhutangan isi rumah yang lebih tinggi. Tumpuan utama langkah ini adalah untuk memastikan bank mematuhi amalan pembiayaan bertanggungjawab melalui keperluan untuk bank menjalankan penilaian kemampuan yang sewajarnya dan mematuhi nisbah khidmat hutang yang berhemat dalam proses pemberian pinjaman dan penetapan keputusan mereka. Langkah ini juga diperluas kepada IKBB untuk mengurangkan peluang arbitraj pengawalseliaan memandangkan peranan IKBB yang semakin meningkat dalam pengantaraan keperluan pendanaan isi rumah. Dengan pertumbuhan pinjaman perumahan yang berterusan dan harga harta tanah yang meningkat, langkah-langkah (termasuk langkah fiskal) juga dilaksanakan untuk mengurangkan pembelian spekulatif dalam pasaran harta tanah. Secara kolektif, langkah ini telah mengawal pertambahan risiko dalam sektor isi rumah dan harta tanah.

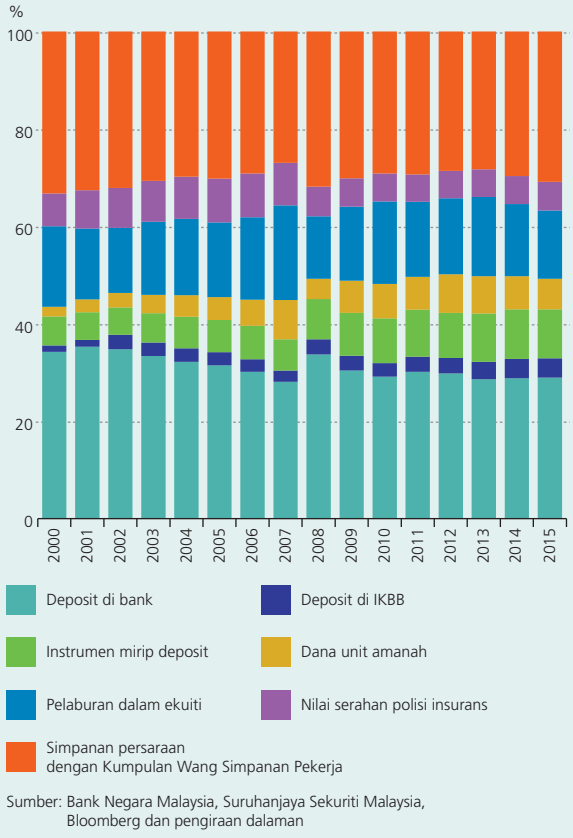
Satu lagi dimensi risiko dalam pemberian pinjaman isi rumah adalah berkaitan dengan perubahan komposisi aset isi rumah dan potensi kesan perubahan tersebut terhadap penampan kewangan

isi rumah (Rajah 4). Meskipun sebahagian besar (73.8%) aset kewangan isi rumah kekal disimpan dalam bentuk deposit, instrumen mirip deposit dan kumpulan simpanan wang dan pencen, bahagian aset yang dilaburkan dalam kelas aset yang menghasilkan pulangan yang lebih tinggi seperti ekuiti dan amanah saham telah meningkat. Dalam tempoh kebelakangan ini, ketidaktentuan yang meningkat dalam pasaran ekuiti telah mengakibatkan nilai pelaburan ekuiti isi rumah turun sedikit (2015: -0.7%; 2014: -3.6%). Nilai polisi insurans berkaitan pelaburan dan polisi lain yang tidak dijamin, yang sebahagian besarnya dilaburkan dalam ekuiti dan sekuriti hutang, juga terjejas. Meskipun ini mungkin meningkatkan risiko kemerosotan prestasi pinjaman isi rumah, risiko seperti ini sebahagian besarnya diimbangi oleh tahap piawaian pemberian pinjaman yang mantap yang terus dipatuhi oleh bank.

Pasaran kewangan domestik yang lebih maju juga membolehkan Malaysia menghadapi tempoh ketidakpastian ekonomi global dan ketidaktentuan pasaran kewangan antarabangsa dengan lebih baik. Sejak Krisis Kewangan Global (Global Financial Crisis, GFC) pada tahun 2008, episod ketidaktentuan pasaran yang berulang dikekang oleh kehadiran pelabur institusi yang besar dan kukuh, termasuk syarikat insurans, dan kumpulan simpanan wang dan pencen. Kehadiran institusi-institusi ini telah menyokong harga aset dan menyumbang kepada pengekalan mudah tunai dalam pasaran sekuriti hutang dan ekuiti domestik apabila berlakunya penjualan yang berterusan oleh bukan pemastautin. Semasa kemuncak GFC dan tempoh *taper tantrum* pada tahun 2013, spread bida-tawar dan nisbah pusing ganti secara relatif kekal stabil (Rajah 5). Aktiviti pengantaraan berterusan tanpa gangguan, mencerminkan sistem kewangan yang lebih berdaya tahan berikutan sumber pendanaan dalam negeri yang lebih meluas telah mengurangkan kelemahan terhadap perkembangan luaran.

Rajah 4

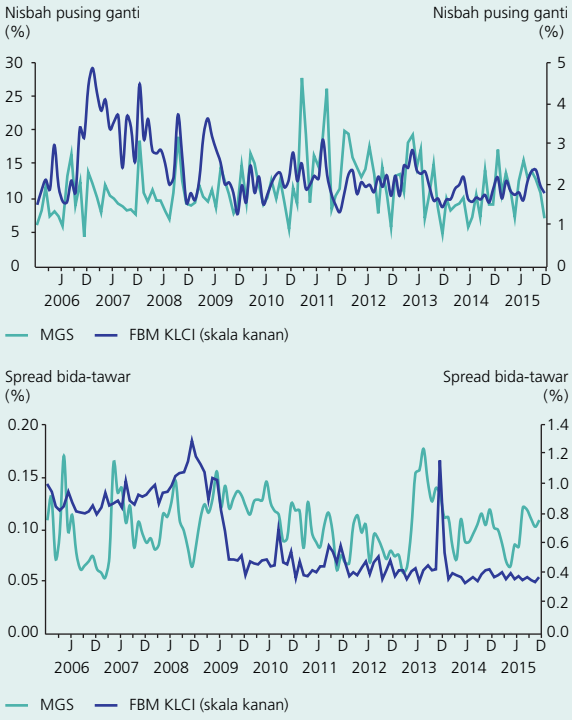
Komposisi Aset Kewangan Isi Rumah



Sumber: Bank Negara Malaysia, Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, Bloomberg dan pengiraan dalaman

Rajah 5

Nisbah Pusing Ganti Bulanan dan Spread Bida-Tawar MGS dan FBM KLCI



Nota: Spread bida-tawar purata MGS dan FBM KLCI merupakan % daripada harga penengah

Sumber: Bank Negara Malaysia dan Bloomberg

Pada masa ini, risiko kepada kestabilan kewangan akibat daripada peningkatan instrumen berasaskan pasaran dan IKBB dalam pengantaraan kewangan berpunca terutamanya daripada kesalinghubungan yang semakin meningkat antara pelbagai komponen sistem kewangan. Institusi perbankan terdedah kepada risiko melalui pemegangan aset yang sama yang dipegang oleh IKBB utama, seperti kumpulan simpanan wang dan pencen, syarikat insurans dan pelabur bukan pemastautin. Sebarang tekanan pada IKBB tersebut, yang mengakibatkan pelupusan secara meluas aset yang dipegang bersama dengan bank boleh menyebabkan pergerakan harga aset yang ketara dan tidak menentu, lantas memberikan kesan langsung kepada kedudukan kewangan bank. Pada masa ini, risiko ini secara relatif rendah memandangkan pemegangan bank terdiri terutamanya daripada sekuriti hutang bertaraf lebih tinggi dan lebih cair, yang pada amnya lebih berdaya tahan terhadap risiko penentuan semula harga. Pada akhir tahun 2015, pemegangan sekuriti hutang awam dan sekuriti hutang swasta bertaraf 'AA' dan ke atas mencakupi 58% daripada portfolio perbendaharaan bank manakala pelaburan ekuiti kekal kecil pada 1.1% daripada pelaburan perbendaharaan (sila rujuk Bab 1 mengenai 'Perkembangan Risiko dan Penilaian Kestabilan Kewangan pada tahun 2015').

Berikutan ciri pengantaraan kewangan di Malaysia yang terus berkembang selaras dengan keperluan ekonomi yang kian meningkat dan berubah-ubah, dasar yang fleksibel untuk mengenal pasti dan mengimbangi potensi risiko dan kelemahan adalah amat penting. Di Malaysia, dasar ini disokong oleh rangka kerja undang-undang dan pengawasan yang mantap (Gambar Rajah 1) serta diperkukuh oleh pengaturan kerjasama antara agensi pada peringkat dalam negeri dan serantau yang memudahkan pertukaran maklumat dan penyelarasan dasar yang berkesan, lantas menggalakkan keberkesanan pengurusan risiko kestabilan kewangan.

Gambar Rajah 1

Rangka Kerja Undang-undang dan Pengaturan Kerjasama untuk Memelihara Kestabilan Kewangan

Akta Bank Negara Malaysia 2009

- Menyatakan dengan jelas mandat kestabilan kewangan Bank dan tanggungjawab statutorinya untuk mengawal dan menyelia institusi kewangan, menyediakan pengawasan terhadap pasaran wang dan pasaran pertukaran asing, menjalankan pengawasan terhadap sistem pembayaran, dan membangunkan sistem kewangan yang kukuh, progresif dan merangkumi semua.
- Memberikan Bank pelbagai kuasa dan alat untuk memelihara kestabilan kewangan.

Kuasa pengawasan ex-ante untuk mengenal pasti risiko tepat pada masanya

- Akses kepada maklumat untuk memantau risiko kepada kestabilan kewangan

Kuasa awalan untuk mengelak atau mengurangkan risiko sistemik

- Mengeluarkan langkah kehematan makro
- Memberi arahan untuk mengambil langkah pembetulan bagi mengelak atau mengurangkan risiko kepada kestabilan kewangan
- Menyediakan bantuan mudah tunai dan sokongan modal

Kuasa untuk memulakan pengaturan, memberi khidmat nasihat dan cadangan kepada pihak berkuasa penyeliaan lain

- Bekerjasama dan menyelaras langkah kestabilan kewangan
- Menggalakkan undang-undang dan dasar yang konsisten dengan kestabilan kewangan

Kuasa ex-post untuk mengurangkan impak ketidakstabilan

- Mengarahkan pindahan wajib (sebahagian atau keseluruhan perniagaan, saham, aset dan liabiliti)
- Menubuhkan institusi penghubung

Dikukuhkan oleh undang-undang pengawalseliaan yang ditadbir oleh Bank

Akta Perkhidmatan Kewangan 2013 & Akta Perkhidmatan Kewangan Islam 2013

Mengawal aktiviti bank-bank, penanggung insurans, pengendali takaful dan pengendali sistem pembayaran, dan urusan kawalan pertukaran

Akta Institusi Kewangan Pembangunan 2002

Mengawal aktiviti institusi kewangan pembangunan yang ditetapkan

Akta Perniagaan Perkhidmatan Wang 2011

Mengawal aktiviti perniagaan pertukaran wang, pengiriman wang dan perniagaan mata wang borong

Akta Pencegahan Pengubahan Wang Haram, Pencegahan Pembiayaan Keganasan dan Hasil daripada Aktiviti Haram 2001

Mengawal kesalahan, langkah pencegahan dan kuasa penguatkuasaan dari segi pengubahan wang haram, pembiayaan keganasan dan hasil daripada aktiviti haram

Tumpuan undang-undang:

- Pengawalan berhemat dan penyeliaan
- Amalan perniagaan saksama, bertanggungjawab dan profesional
- Pencegahan jenayah kewangan
- Jaring keselamatan kewangan
- Pasaran kewangan dan sistem pembayaran yang teratur
- Pematuhan Syariah
- Alat pengurusan dan pencegahan krisis

Pengaturan kerjasama dalam negeri dan serantau yang dipertingkat

Kerjasama dengan pengawalselia dalam negeri

- Memorandum Persefahaman (MoU) dengan **Suruhanjaya Sekuriti Malaysia**
- MoU dengan **Suruhanjaya Koperasi Malaysia**
- Perjanjian Perikatan Strategik dengan **Perbadanan Insurans Deposit Malaysia**
- Pengaturan serta perbincangan dan interaksi dua hala yang lain dengan pelbagai kementerian Kerajaan

Kerjasama merentas sempadan

- **Pengaturan cagaran merentas sempadan antara Bank dengan bank pusat lain -** untuk memperkukuh pengurusan mudah tunai merentas sempadan dan menjadikan hubungan kewangan dan ekonomi lebih erat
- **Perjanjian Multilateralisasi Inisiatif Chiang Mai –** untuk menyediakan sokongan kewangan menerusi urus niaga swap mata wang dalam kalangan peserta[1] apabila memerlukan mudah tunai, untuk menangani masalah imbangan pembayaran dan mudah tunai jangka pendek di rantau
- **Pengaturan penyeliaan setempat - tuan rumah -** untuk membolehkan pertukaran maklumat dan penyelarasan aktiviti penyeliaan yang melibatkan kumpulan kewangan merentas sempadan
- **Mesyuarat Eksekutif Bank-bank Pusat Asia Timur dan Pasifik -** organisasi kerjasama bank pusat dan pihak berkuasa monetari. Sumbangan meliputi pemantauan makro dan mekanisme pengurusan krisis

[1] Merujuk kepada 10 anggota Persatuan Negara-negara Asia Tenggara (ASEAN), Republik Rakyat China (termasuk Hong Kong SAR), Jepun dan Korea Selatan

Sumber: Bank Negara Malaysia

Rujukan

Allen, M., Rosenberg, C., Keller, C., Setser, B. and Roubini, N. (2002): `A Balance Sheet Approach to Financial Crisis', IMF Working Paper WP/02/210.

Bank for International Settlements (2015): `What Do New Forms of Finance Mean for Emerging Market Central Banks?', BIS Papers No. 83.

Bank Negara Malaysia (2011), `Financial Sector Blueprint 2011–2020'.

Committee on the Global Financial System (2007): `Financial Stability and Local Currency Bond Markets', CGFS Papers No. 28.

International Monetary Fund (2014): `Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets', Global Financial Stability Report, April.

Nier, E. W. (2009): `Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis', IMF Working Paper WP/09/70.

Sahay, R. et al (2015), `Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets', IMF Staff Discussion Note SDN/15/08.