2

Rencana

Langkah-langkah Tidak Ortodoks untuk Masa Tidak Konvensional

Oleh: Syed Akmal Shafiq Syed Haris dan Tengku Muhammad Azlan Ariff Tengku Mohamed Fauzi

SOROTAN PENTING

- **Kesan limpahan luaran yang berpunca daripada pelaksanaan dasar monetari yang tidak konvensional dalam ekonomi maju memaksa para pembuat dasar dalam ekonomi sedang pesat membangun untuk memikirkan kembali dan merekacipta semula pendekatan baharu dasar monetari.**
- **Dasar yang fleksibel dan pragmatis, autonomi dasar, dan komunikasi dasar yang jelas dan telus ialah tiga prinsip yang harus diambil kira dalam pembentukan dasar.**
- **Malaysia menerima pakai tiga prinsip penting ini untuk mengurus ketidaktentuan pasaran kewangan.**

Pengenalan

Pelaksanaan dasar monetari yang tidak konvensional dalam ekonomi maju sejak satu dekad yang lalu telah mewujudkan suatu dimensi cabaran yang baharu kepada para pembuat dasar dalam ekonomi sedang pesat membangun. Kesan limpahan luaran yang berpunca daripada pelaksanaan dasar itu dapat dilihat dalam pelbagai bentuk dan keadaan: daripada aliran modal merentas sempadan yang besar serta kesannya terhadap keadaan monetari dan pasaran kewangan domestik; tingkah laku agresif oleh para pelabur antarabangsa bagi mencari pulangan hasil yang boleh menyumbang kepada ketidakstabilan harga dalam pasaran kewangan; hingga kepada perubahan sentimen secara mendadak yang boleh menyebabkan kitaran menaik dan menurun dalam pasaran kewangan. Kesan limpahan ini bukan sahaja menyebabkan persekitaran operasi dasar menjadi lebih mencabar, hal itu boleh menjadi bertambah rumit berikutan keadaan dalam negeri yang unik dalam kalangan ekonomi sedang pesat membangun.

Realitinya ialah ekonomi sedang pesat membangun sentiasa terdedah kepada perubahan dasar ekonomi maju yang menjadi penentu kepada landskap pasaran ekonomi dan kewangan global. Ekonomi sedang pesat membangun sentiasa menjadi penerima akhir kesan limpahan luaran itu, yang kemudiannya memberikan implikasi terhadap dasar domestik. Dalam mengharungi persekitaran yang baharu ini, pembuat dasar dalam ekonomi sedang pesat membangun perlu terus memikirkan kembali dan merekacipta semula pendekatan baharu tentang dasar-dasar mereka. Dalam tempoh yang tidak konvensional ini, pembentukan dasar-dasar baharu menjadi sangat penting. Bagi kes Malaysia, beberapa siri langkah dasar telah diperkenalkan oleh Jawatankuasa Pasaran Kewangan (Financial Markets Committee, FMC) sejak akhir tahun 2016. Ini termasuk pelaksanaan beberapa langkah berani yang bertujuan untuk memastikan pasaran kewangan domestik kekal berdaya tahan dan bersedia untuk menghadapi kesan limpahan luaran. Rencana ini akan memberikan sedikit pencerahan berhubung dengan keadaan persekitaran yang kini dihadapi oleh pembuat dasar dalam ekonomi sedang pesat membangun, dan seterusnya membincangkan dengan lebih terperinci prinsip, pendekatan serta keberkesanan langkah-langkah dasar berdasarkan pengalaman Malaysia.

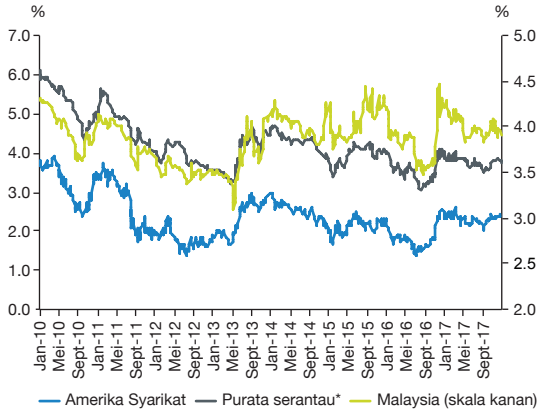
A. Pembentukan dasar dalam persekitaran baharu: Kesan limpahan, cabaran dan kewaspadaan yang berterusan

Banyak daripada kesan limpahan luaran ini telah mempengaruhi ekonomi sedang pesat membangun. Hal ini berpunca daripada globalisasi kewangan yang berlaku sejak beberapa dekad yang lalu. Sistem kewangan yang semakin terbuka luas telah mendedahkan negara-negara tersebut kepada aliran modal rentas sempadan yang besar di samping risiko yang menyusulinya. Keadaan ini menjadi lebih ketara berikutan beberapa dasar yang dilaksanakan oleh ekonomi maju selepas Krisis Kewangan Global (Global Financial Crisis, GFC) pada tahun 2008. Kadar faedah yang terlalu rendah berserta suntikan mudah tunai yang besar dalam sistem kewangan global menyebabkan aliran masuk modal yang besar ke dalam ekonomi sedang pesat membangun. Matlamatnya adalah untuk mencari pulangan hasil yang lebih tinggi. Daripada aliran modal itu, komponen yang lebih tidak menentu, termasuk aliran portfolio ekuiti dan hutang, meningkat dengan pesat dalam tempoh satu dekad yang lalu dan aliran modal ini boleh keluar semula dengan kadar lebih cepat. Terdapat pelbagai cabaran dasar yang timbul daripada keadaan itu, yang sebahagiannya termasuk:

- **Dasar domestik yang lemah dan kurang berkesan**. Aliran modal yang besar berupaya mempengaruhi keadaan kewangan domestik, lantas menjejaskan keberkesanan dan kebebasan dasar monetari domestik (Rey, 2015). Pelabur antarabangsa membuat peminjaman yang murah dari pusat-pusat kewangan utama global dan melabur dalam aset kewangan pasaran sedang pesat membangun, sekali gus meningkatkan mudah tunai domestik dan menaikkan harga aset. Bank-bank tempatan juga kini mempunyai akses kepada sumber modal yang lebih murah dari luar negeri, seterusnya melegakan keadaan pembiayaan domestik. Ini boleh menjadikan keadaan monetari dan kewangan domestik lebih akomodatif berbanding dengan apa yang dikehendaki oleh pembuat dasar. Keadaan ini dapat diperhatikan apabila hasil bon kerajaan jangka panjang di rantau ini, yang biasanya dipengaruhi oleh kadar faedah dasar domestik, mempunyai korelasi yang lebih kuat dengan hasil bon kerajaan jangka panjang Amerika Syarikat (AS).

- **Mengurus ketidakstabilan harga dalam pasaran kewangan**. Peningkatan kehadiran bilangan pelabur bukan pemastautin dalam pasaran kewangan ekonomi sedang pesat membangun didorong oleh hasrat untuk mencari pulangan yang lebih tinggi. Antaranya termasuklah pengurus aset global, yang semakin giat mengambil peranan yang dimainkan oleh bank-bank global sebagai pengantara mudah tunai (IMF, 2015). Penyertaan pengurus aset bukan pemastautin yang meningkat berserta dengan saiz dana mereka yang cukup besar dan kesanggupan mereka mengambil risiko yang pelbagai telah menyebabkan penggunaan derivatif kewangan meningkat. Ini didorong

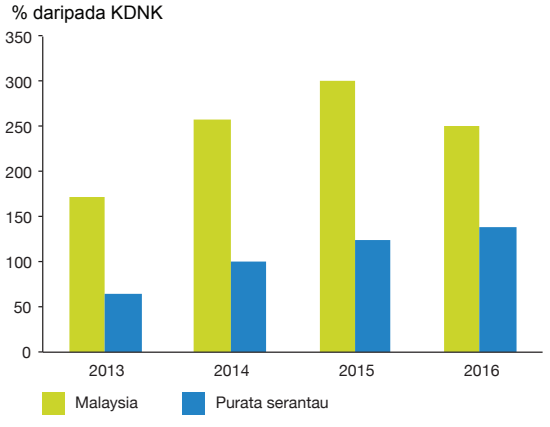
Rajah 1: Kadar Hasil Bon Kerajaan 10 tahun



*Negara serantau termasuk Indonesia, Korea, Filipina, Singapura dan Thailand

Sumber: Bloomberg

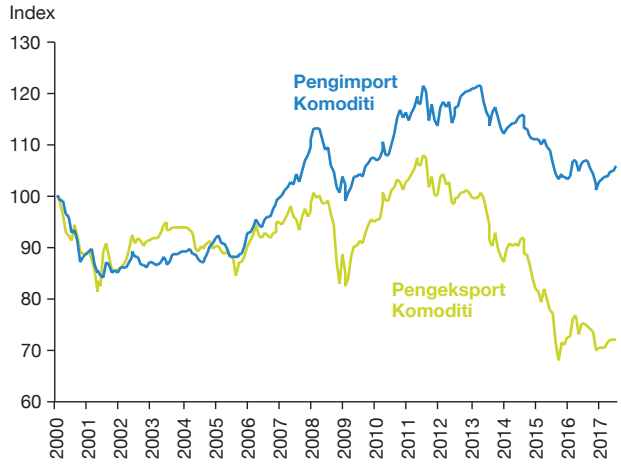
Rajah 2: Jumlah Kontrak Hadapan Tanpa Serahan (NDF)/KDNK



Nota: Negara serantau termasuk Indonesia, Korea, China Taipei, India dan Filipina. Jumlah NDF hanya merujuk mata wang serantau berbanding dengan dolar AS.

Sumber: Bloomberg

Rajah 3: Purata Prestasi Mata Wang Pengeksport & Pengimport Komoditi



Nota: Pengimport komoditi ialah Singapura, Thailand dan Filipina manakala pengeksport komoditi ialah Malaysia dan Indonesia

Sumber: Bloomberg

terutamanya oleh keinginan mereka untuk melindung nilai atau membuat spekulasi terhadap risiko kadar pertukaran yang bergantung pada kesanggupan mereka mengambil risiko masing-masing. Sebahagian daripada mereka yang didorong terutamanya oleh pencarian untuk memperoleh pulangan akan terlibat dalam aktiviti spekulatif, dan ini dapat dilihat melalui peningkatan dalam saiz pasaran kontrak hadapan tanpa serahan (NDF) mata wang luar pesisir di rantau ini. Spekulator menggunakan kontrak NDF ini untuk memperoleh pulangan melalui dedahan terhadap pergerakan mata wang serantau, lantas menyebabkan turun naik yang ketara dalam pasaran pertukaran asing luar pesisir dan dalam negeri. Dedahan pasaran kewangan yang semakin meningkat terhadap pelabur sedemikian di banyak negara ekonomi sedang pesat membangun telah menjadi salah satu cabaran utama kepada para pembuat dasar untuk mengurus keadaan yang dinamik ini, yang berpotensi untuk mencetuskan gangguan.

- **Keadaan dalam negeri memburukkan lagi kesan limpahan luaran**. Interaksi antara kesan limpahan luaran dengan keunikan keadaan dalam negeri yang dihadapi oleh ekonomi sedang pesat membangun adalah berbeza dan ini merumitkan lagi pemilihan dasar yang perlu dilaksanakan. Ini disebabkan oleh pelbagai faktor, yang merangkumi tahap perkembangan pasaran kewangan, keadaan politik dan ekonomi serta tanggapan pelabur antarabangsa terhadap sesebuah negara. Sebagai contoh, kejatuhan harga minyak global yang besar pada tahun 2015 telah menjejaskan pengeksport komoditi serantau lebih teruk berbanding dengan negara serantau yang lain. Di Malaysia, sebagai contoh, salah tanggapan bahawa ekonomi dan kewangan negara sangat bergantung pada komoditi telah menyebabkan kemerosotan yang tidak wajar dalam sentimen pelabur serta mendorong kepada pelupusan aset kewangan. Aliran keluar modal oleh pelabur bukan pemastautin kemudiannya mengakibatkan susut nilai yang lebih ketara dalam kadar pertukaran ringgit berbanding dengan mata wang serantau lain.

B. Ke arah memikirkan kembali dan merekacipta semula pendekatan dasar

Dengan mengambil kira cabaran dasar yang dihadapi ini, ekonomi sedang pesat membangun perlu memikirkan kembali dan merekacipta semula pendekatan dasar mereka. Persekitaran ekonomi dan kewangan global sedang mengalami perubahan pesat dan semakin kompleks. Keadaan ini berkemungkinan berkembang lebih jauh di luar skop pemikiran dan alat dasar yang konvensional.

Dasar juga perlu peka dan dapat menyesuaikan dengan keadaan dalam negeri yang unik untuk mengelakkan daripada menjadi tidak berkesan dan tidak relevan. Tiga prinsip yang diperlukan untuk menjadi panduan pada pendekatan dasar:

- **Cetusan Dasar yang lebih Fleksibel dan Pragmatis**: Banyak ekonomi sedang pesat membangun sudah melaksanakan fleksibiliti dasar yang agak meluas serta menggunakan pelbagai bentuk instrumen dasar. Walau bagaimanapun, skop dasar itu masih dikongkong oleh pemikiran konsensus dan stigma terhadap langkah tertentu yang akan diperkenalkan. Dasar yang pragmatik menghendaki pembuat dasar bertindak berani memperkenalkan alat-alat dasar baharu apabila keadaan memerlukan, dan tanpa khuatir untuk memperkenalkan idea-idea baharu yang belum diuji yang berlawanan dengan idea-idea konvensional. Ini termasuk langkah 'pembetulan pasaran' dan pengukuhan semula dasar-dasar sedia ada, apabila keadaan memerlukan. Langkah-langkah ini mungkin membebankan peserta pasaran, namun begitu, seperti juga apa-apa dasar yang membabitkan pembetulan, kesulitan jangka pendek perlu demi daya ketahanan serta pembangunan ekonomi dan sistem kewangan jangka panjang.

- **Autonomi Dasar**: Sepertimana yang dimaklumi, setiap ekonomi sedang pesat membangun menghadapi keadaan yang unik dan cabaran dasar yang tersendiri. Oleh itu, autonomi dasar penting untuk membentuk tindak balas dasar yang unik. Komuniti antarabangsa tidak sepatutnya menilai langkah-langkah dasar berdasarkan takrifan, pengkategorian dan konsep yang sempit dan sudah pun diketahui. Sebaliknya, dasar harus dinilai berdasarkan hasil dan keberkesanannya dalam membetulkan kegagalan dan ketidakseimbangan pasaran. Lebih penting lagi organisasi antarabangsa yang berpengaruh seperti International Monetary Fund (IMF) atau Bank for International Settlements (BIS) perlu mewujudkan persekitaran yang membolehkan dasar yang fleksibel untuk menangani cabaran domestik yang unik. Hakikatnya ialah pembuat dasar domestik mempunyai pemahaman dan pengalaman yang lebih luas untuk menangani keadaan dalam negeri yang bersifat khusus dan perlu dibenarkan untuk memanfaatkan kelebihan ini.

- **Komunikasi yang Jelas dan Telus**: Komunikasi dua hala merupakan tonggak penting dalam pembentukan dasar. Pelaksanaan dasar-dasar baharu dan yang belum diuji memerlukan pembuat dasar menyampaikan dengan jelas dan telus kepada orang ramai berkenaan tujuan dan hasrat di sebalik pelaksanaan dasar-dasar tersebut. Ini bertujuan untuk mengelakkan situasi yang melibatkan orang ramai bertindak secara negatif dengan pantas serta menolak dasar dengan sewenang-wenangnya. Oleh itu, interaksi yang berterusan menerusi pelbagai platform penting untuk memahami kebimbangan dan potensi kesukaran yang dihadapi oleh peserta industri dan pasaran. Interaksi yang membina ini akan memastikan pelaksanaan langkah-langkah dasar yang berkesan.

C. Pengalaman Malaysia mengurus ketidaktentuan pasaran kewangan

Pada akhir tahun 2016, ketidakpastian mengenai perkembangan politik di AS menyebabkan ketidaktentuan dan penghindaran risiko dalam pasaran kewangan global meningkat dengan ketara. Meskipun semua pasaran kewangan serantau terjejas akibat pelupusan pelaburan oleh pelabur bukan pemastautin, lantas mengakibatkan tekanan susut nilai terhadap kadar pertukaran ringgit, kesan ke atas Malaysia adalah lebih ketara disebabkan oleh faktor domestik yang unik.

Pertama, terdapat ketidakseimbangan dalam permintaan dan penawaran mata wang asing dan ringgit dalam pasaran pertukaran asing domestik. Memandangkan eksport Malaysia sentiasa melebihi import sejak 20 tahun yang lalu (lebihan dalam kedudukan akaun semasa), permintaan terhadap ringgit dijangka dapat dikekalkan kerana pengeksport menukar hasil dalam mata wang asing mereka kepada ringgit, sekali gus mengurangkan tekanan penyusutan nilai semasa tempoh tekanan. Walau bagaimanapun, permintaan terhadap ringgit ini tidak menjadi kenyataan semasa tempoh yang tidak menentu dan tidak sejajar dengan aktiviti ekonomi dalam negeri. Kedua, terdapat tekanan bersifat spekulatif yang semakin meningkat terhadap ringgit pada tempoh ini, lantaran peningkatan aktiviti NDF ringgit

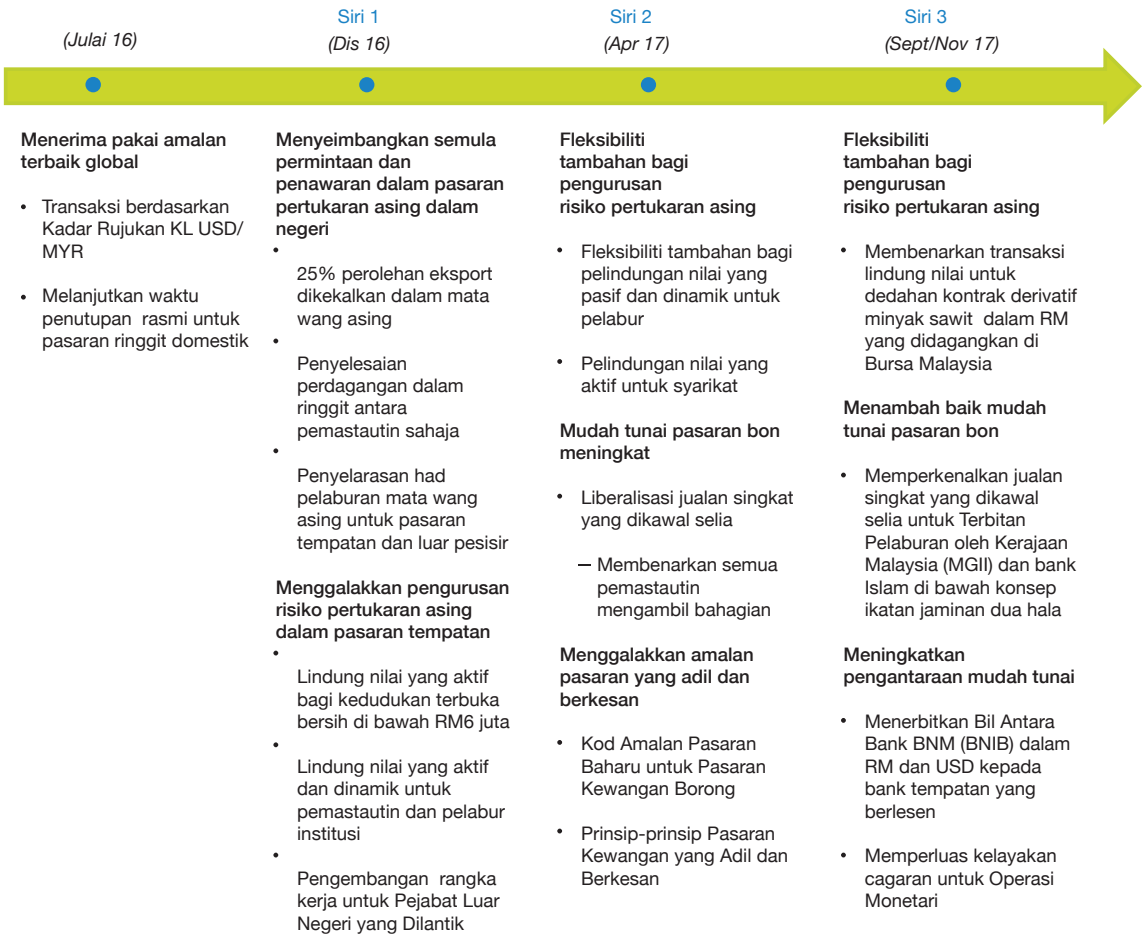
luar pesisir yang diuruskan oleh institusi kewangan dan pengurus dana bukan pemastautin. Ketiga, salah tanggapan pasaran bahawa Malaysia masih kuat bergantung pada komoditi, lantas menyebabkan kemerosotan yang tidak wajar dalam sentimen pelabur, terutamanya apabila harga minyak dunia merosot pada awal tahun 2017. Semua faktor ini memburukkan lagi tekanan turun naik dan penyusutan nilai terhadap kadar pertukaran ringgit sehingga tidak lagi selaras dengan asas-asas ekonomi Malaysia dan boleh memberikan kesan yang teruk kepada pasaran kewangan domestik untuk berfungsi dengan teratur.

Bagi menangani cabaran yang unik ini, Malaysia melaksanakan strategi dasar yang memberikan tumpuan terutamanya pada pembangunan pasaran kewangan termasuk langkah-langkah kehematan dan 'pembetulan pasaran' yang berani. Melalui Jawatankuasa Pasaran Kewangan (FMC), langkah-langkah diperkenalkan untuk meliberalkan pasaran kewangan domestik, termasuk membolehkan akses pasaran yang lebih baik, fleksibiliti perlindungan nilai dan pengenalan instrumen pasaran kewangan baharu. Apabila tahap ketegasan yang lebih tinggi diperlukan, seperti dalam menangani isu-isu aktiviti spekulasi luar pesisir, FMC memperkukuh peraturan yang menghalang pemudahan NDF. Keperluan penukaran eksport juga dilaksanakan untuk menangani ketidakseimbangan dalam pasaran pertukaran asing domestik, tetapi dengan fleksibiliti yang mencukupi diberikan kepada pengeksport domestik.

Gabungan dasar menerusi beberapa siri langkah yang diperkenalkan oleh FMC penting untuk kejayaan Malaysia mengurus ketidaktentuan pasaran kewangan. Hasilnya, keadaan pasaran kewangan domestik bertambah baik dengan ketara. Turun naik dalam kadar pertukaran ringgit menurun dan tekanan spekulasi berkurang. Aliran keluar daripada pelabur bukan pemastautin jangka pendek susulan langkah ini telah menambah baik komposisi pemegangan bukan pemastautin dalam pasaran kewangan domestik yang menjurus kepada pelabur jangka panjang yang lebih stabil dan mampan. Keadaan pasaran kewangan domestik yang bertambah baik ini juga adalah selaras dengan prestasi ekonomi Malaysia yang lebih kukuh daripada jangkaan, lantas menyokong peningkatan nilai ringgit pada tahun 2017. Keadaan ini lebih mencerminkan asas-asas ekonominya yang kukuh, apabila keadaan pasaran kewangan global bertambah baik. Yang lebih penting lagi, pasaran kewangan domestik yang berfungsi dengan teratur terus menyokong pertumbuhan ekonomi Malaysia.

Pelaksanaan dasar-dasar ini sudah semestinya menghadapi pelbagai cabaran. Langkah-langkah ini pada mulanya dianggap sebagai 'kuasa anti-pasaran' dan 'gangguan'. Sebagai tindak balas, Bank Negara Malaysia (BNM) secara aktif berinteraksi menerusi pelbagai platform komunikasi, baik pada peringkat antarabangsa mahu pun dalam negeri. Melalui platform pengawal selia - industri, BNM dapat melakukan komunikasi dua hala dengan peserta pasaran. Ini membolehkan BNM memahami kebimbangan dan kesukaran yang dihadapi oleh mereka dan menambah baik pelaksanaan langkah-langkah tersebut bagi memudahkan penyesuaian dengan persekitaran baharu. Strategi komunikasi ini terbukti berkesan apabila tanggapan pasaran terhadap langkah-langkah itu bertambah baik, lantas mendorong jangkaan yang lebih sejajar antara BNM dengan peserta pasaran.

Senarai Langkah FMC yang Dilaksanakan untuk Mendorong Pembangunan Pasaran Kewangan Malaysia yang Mampan



D. Kesimpulan

Pada masa hadapan, kesan limpahan luaran sama ada yang dijangka atau tidak dijangka akan terus mempengaruhi ekonomi sedang pesat membangun. Keadaan tidak pasti yang berterusan dalam perkembangan dasar, ekonomi, politik dan pasaran kewangan global akan menyebabkan tempoh keadaan tidak menentu meningkat. Dalam keadaan yang sedemikian, penting bagi ekonomi sedang pesat membangun untuk mengenal pasti autonomi mereka dalam pelaksanaan dasar bagi menangani isu-isu yang unik dalam persekitaran domestik. Dasar-dasar tidak lagi boleh dikekang oleh prinsip konvensional dalam pembentukan dasar. Sebaliknya, strategi baharu yang belum diuji perlu dipertimbangkan. Dengan kemunculan risiko-risiko baharu daripada kesan limpahan luaran, Malaysia akan terus memperkenalkan dasar-dasar baharu untuk memelihara kestabilan makroekonomi dan kewangan.

Rujukan

International Monetary Fund. 2015. Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks, Washington D.C.

Rey, H. 2015. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence (No. w21162). National Bureau of Economic Research.