Limpahan Pelonggaran Kuantitatif Terhadap Asia

Pengenalan

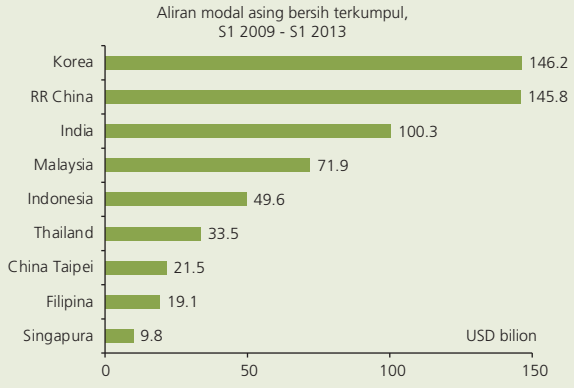
Krisis Kewangan Global (Global Financial Crisis, GFC) mencetuskan intervensi dasar yang belum pernah dilaksanakan sebelum ini dalam ekonomi maju yang dilanda krisis tersebut. Bank-bank pusat utama mengurangkan kadar faedah dasar kepada kadar hampir sifar dan melaksanakan dasar monetari yang bukan konvensional seperti suntikan mudah tunai dalam jumlah yang besar melalui pelonggaran kuantitatif (quantitative easing, QE). Langkah-langkah tersebut telah menyebabkan kesan limpahan yang ketara kepada keadaan ekonomi dan kewangan global. Dasar-dasar ini sedikit sebanyak telah menyumbang kepada penstabilan keadaan kewangan dan menyokong usaha pemulihan yang semakin giat dalam ekonomi tersebut. Meskipun usaha untuk mengelak kemelesetan ekonomi global yang lebih teruk telah memberikan manfaat kepada ekonomi sedang pesat membangun, namun pelaksanaan dasar sedemikian dalam tempoh yang agak lama telah mengakibatkan kesan yang tidak diingini, khususnya aliran masuk modal yang besar ke dalam banyak ekonomi sedang pesat membangun untuk mendapatkan kadar pulangan pelaburan yang lebih tinggi. Apabila pemulihan ekonomi dalam ekonomi maju menjadi lebih kukuh, penggubal dasar akhirnya perlu menghentikan suntikan mudah tunai yang belum pernah dilaksanakan sebelum ini, untuk mengembalikan keadaan monetari ke tahap yang lebih wajar (normal monetary conditions). Peralihan ini, bagaimanapun, mungkin mempunyai kesan terhadap negara-negara lain di dunia melalui pelbagai saluran dan pada tahap yang berbeza-beza. Rencana ini mengupas kesan limpahan QE terhadap Asia dan menilai kekuatan dan kelemahan rantau ini dalam menghadapi cabaran yang akan timbul akibat penamatan langkah-langkah dasar monetari yang bukan konvensional oleh ekonomi maju.

Kesan QE terhadap Asia

Pengenalan QE telah menyebabkan suntikan mudah tunai secara besar-besaran ke dalam sistem kewangan ekonomi maju. Kedudukan kewangan Federal Reserve (Fed) misalnya, meningkat kira-kira empat kali ganda antara bulan Disember 2006 hingga Ogos 2013. Kedudukan kewangan Bank of England meningkat enam kali ganda, manakala kedudukan kewangan European Central Bank dan Bank of Japan meningkat sekali ganda. Secara kumulatif, mudah tunai global, seperti yang ditunjukkan oleh M2 berwajaran KDNK bagi AS, kawasan euro, Jepun dan UK, telah meningkat daripada USD7.3 trilion pada suku ketiga 2008, kepada kira-kira USD10 trilion pada suku pertama 2013. Pengumpulan mudah tunai yang amat banyak ini dan pencarian hasil telah menyebabkan aliran masuk modal yang besar ke dalam ekonomi sedang pesat membangun, memandangkan prospek pertumbuhan adalah lebih menggalakkan dan terdapat kadar pulangan yang lebih tinggi dalam ekonomi tersebut. Antara tahun 2009 hingga 2013, Asia menerima aliran masuk portfolio berjumlah USD597.7 bilion, bersamaan dengan 2.4% daripada gabungan KDNKnya[1] (Rajah 1).

Rajah 1

Kesan Pelonggaran Kuantitatif Terhadap Asia



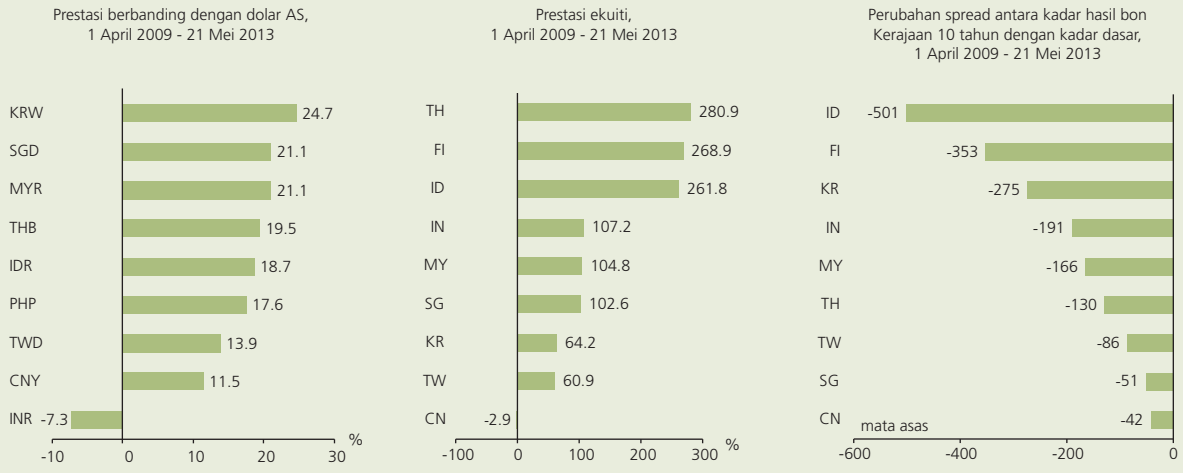
Sumber: Haver dan Pihak Berkuasa Negara

[1] Rantau Asia termasuk China Taipei, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Filipina, Republik Rakyat China, Singapura dan Thailand.

Aliran masuk modal secara mendadak ini menyebabkan tekanan menaik yang ketara dalam pasaran mata wang, ekuiti dan bon ekonomi Asia (Rajah 2). Kemerosotan dalam kadar hasil bon yang sejajar dengan trend ekonomi maju, menyumbang kepada pengurangan kos pembiayaan dalam negeri. Persekitaran kadar faedah yang lebih rendah dan keadaan mudah tunai yang lebih daripada mencukupi mungkin telah menyumbang kepada penentuan risiko yang tidak setimpal, lantas menggalakkan pelaburan yang berlebihan dalam aset yang berisiko serta menyebabkan ketidakseimbangan kewangan yang lebih nyata. Berikutan itu, beberapa ekonomi Asia mencatat pertumbuhan kredit yang tinggi dan harga harta tanah yang semakin meningkat.

Rajah 2

Kesan Pelonggaran Kuantitatif Terhadap Mata Wang dan Pasaran Kewangan Asia



Sumber: Bloomberg dan Bank Negara Malaysia

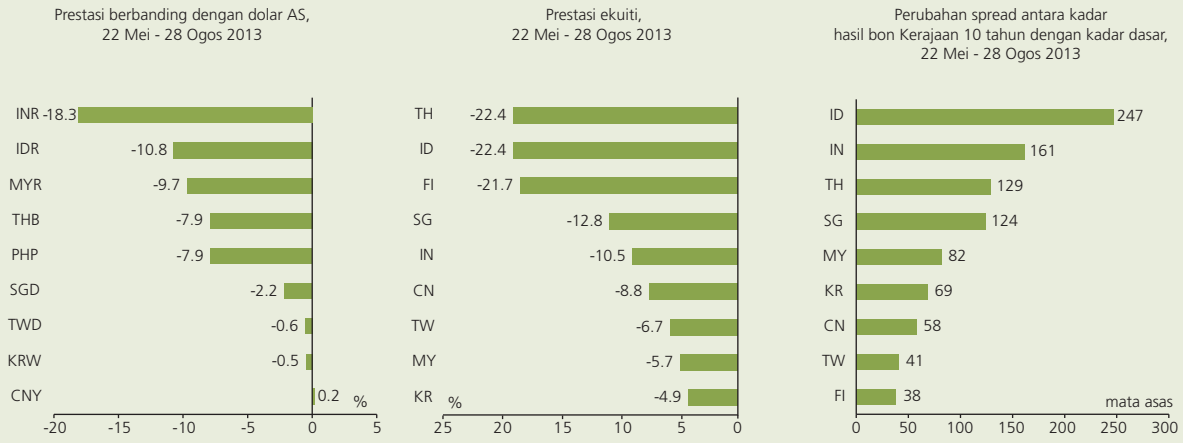
Dengan momentum pemulihan ekonomi maju semakin meningkat, dasar yang bukan konvensional dan keadaan monetari yang amat akomodatif ini akan dimansuhkan secara beransur-ansur. Peralihan ini, jika tidak diurus dengan baik, boleh menyebabkan kebalikan aliran modal secara tiba-tiba dan mendadak daripada ekonomi sedang pesat membangun, yang seterusnya mencetuskan gangguan dalam pasaran kewangan global dan menjejaskan kadar pemulihan global. Keadaan ini jelas dilihat pada bulan Mei 2013 berikutan wujudnya tanda-tanda awal kemungkinan pengecilan skala QE. Ketidakpastian mengenai masa dan magnitud pengecilan skala QE serta jangkaan yang semakin meningkat mengenai perbezaan kadar faedah yang makin kecil antara ekonomi maju dengan ekonomi sedang pesat membangun, telah mendorong pelabur untuk mengimbangkan semula kedudukan portfolio mereka dan melupuskan dengan segera kedudukan pelaburan mereka dalam ekonomi sedang pesat membangun. Aliran keluar modal yang besar telah menyebabkan tekanan menurun yang ketara terhadap mata wang dan harga dalam pasaran ekuiti dan bon ekonomi sedang pesat membangun antara bulan Mei hingga Ogos 2013 (Rajah 3). Dalam beberapa pasaran, kebalikan aliran telah menyebabkan turun naik yang ketara dalam pasaran bon dan ekuiti, dan kadar pertukaran yang melebihi paras lazimnya.

Sebaliknya, pengumuman oleh Fed pada bulan Disember 2013 untuk mula mengurangkan kadar pembelian aset pada awalnya mempunyai kesan yang lebih terhad merentas semua ekonomi. Ini kerana pelabur telah pun menjangkakan bahawa pengecilan skala QE lambat laun akan berlaku. Pengumuman mengenai pendirian dasar monetari akan datang (forward guidance) dalam pernyataan FOMC bulan Disember telah menjajarkan semula jangkaan pasaran mengenai masa kenaikan pertama kadar faedah oleh Fed ke tarikh yang kemudian. Namun, keputusan yang dibuat pada bulan Disember 2013 itu hanya menandakan permulaan kepada peralihan dasar di AS. Tanda-tanda yang ada menunjukkan bahawa usaha ke arah menjadikan dasar monetari kembali ke paras yang wajar dijangka

dilakukan secara beransur-ansur dan dalam jangka masa tertentu, selain bergantung pada kekukuhan pemulihan ekonomi. Semasa peralihan ini, ekonomi sedang pesat membangun akan beroperasi dalam persekitaran yang amat tidak menentu dengan turun naik pasaran kewangan yang ketara dan kerap apabila pelabur menilai semula dan membuat perubahan terhadap kedudukan pelaburan mereka. Pada awal tahun 2014, turun naik dalam pasaran kewangan antarabangsa makin nyata, dengan beberapa ekonomi sedang pesat membangun menerima kesan buruk akibat aliran keluar modal secara besar-besaran. Pembezaan yang lebih ketara antara ekonomi sedang pesat membangun juga jelas, apabila pelabur menilai dengan teliti asas-asas ekonomi di setiap negara. Namun, risiko penularan masih wujud dan semakin meningkat.

Rajah 3

Kesan Kemungkinan Pengecilan Skala Pelonggaran Kuantitatif terhadap Mata Wang dan Pasaran Kewangan Asia



Sumber: Bloomberg dan Bank Negara Malaysia

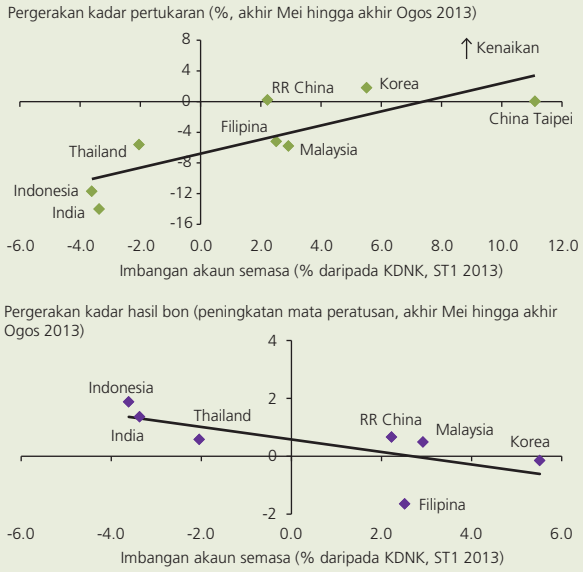
Cabaran dan tindak balas dasar di Asia

Meskipun Asia kini berada pada kedudukan yang lebih baik berbanding tempoh sebelum berlakunya Krisis Kewangan Asia (Asian Financial Crisis, AFC), perkembangan baru-baru ini menunjukkan cabaran utama yang dihadapi oleh ekonomi sedang pesat membangun dalam persekitaran aliran modal yang amat tidak menentu. Ini termasuk kemampanan kedudukan luaran, kecukupan keupayaan dasar dan kekukuhan kedudukan kewangan dalam negeri. Khususnya, negara-negara yang mencatat defisit berkembar dianggap lebih banyak bergantung pada pendanaan jangka pendek dan mudah terdedah kepada kebalikan aliran modal (Rajah 4). Walaupun lebihan akaun semasa ekonomi sedang pesat membangun yang semakin mengecil selepas GFC pada mulanya disambut baik sebagai suatu tanda pengimbangan semula global, ini kemudiannya dilihat sebagai meningkatkan kemungkinan wujudnya tekanan pendanaan sekiranya ekonomi tersebut banyak bergantung pada aliran luaran jangka pendek. Defisit fiskal yang semakin besar dan hutang awam yang tinggi susulan pelaksanaan langkah rangsangan yang besar semasa GFC, menimbulkan kebimbangan mengenai kos membayar balik hutang yang tinggi dan kecukupan keupayaan fiskal untuk memulakan dasar kitaran balas pada masa hadapan. Satu lagi kebimbangan ialah aliran keluar modal yang pantas boleh menyebabkan penurunan harga aset yang mendadak dengan kesan yang serius terhadap kedudukan kewangan isi rumah.

Tindak balas dasar oleh penggubal dasar Asia dalam menangani cabaran yang dinyatakan di atas boleh dibahagikan kepada dua fasa. Pada fasa selepas GFC, kedudukan kewangan isi rumah merupakan kebimbangan dasar yang utama. Oleh itu, sejak tahun 2009, penggubal dasar di Asia melaksanakan dasar secara berperingkat untuk menangani keberhutangan isi rumah yang semakin meningkat.

Rajah 4

Pergerakan Kadar Pertukaran dan Kadar Hasil Bon Berbanding dengan Imbangan Akaun Semasa



Sumber: Bloomberg dan Haver

Khususnya, negara-negara seperti Hong Kong SAR, Singapura dan Malaysia, telah mengambil langkah awalan termasuk pelaksanaan dasar kehematan makro (macroprudential) dan pengurusan permintaan, untuk menangani kemungkinan pertumbuhan pasaran harta tanah menjadi terlalu tinggi dan memperlahankan pertumbuhan kredit. Bermula tahun 2013, fokus dasar di beberapa negara Asia telah diperluas untuk menangani isu defisit berkembar. Negara-negara ini memperkenalkan beberapa dasar, termasuk pelonggaran peraturan eksport dan pengurusan mudah tunai pertukaran asing yang lebih baik untuk memperkukuh kedudukan luaran masing-masing. Di beberapa ekonomi, kadar dasar telah dinaikkan. Pelan konsolidasi fiskal, termasuk pembaharuan cukai dan rasionalisasi subsidi, juga sedang dilaksanakan untuk memulihkan kedudukan kewangan kerajaan. Pelan ini menjadi lebih berwibawa berikutan komitmen terhadap pencapaian sasaran fiskal yang jelas dalam jangka pendek dan sederhana.

Membina daya tahan lebih teguh bagi menghadapi kejutan luaran

Selain cabaran semasa yang sedang dihadapi, langkah proaktif telah diambil dalam tahun-tahun kebelakangan ini untuk memastikan aliran masuk modal dan kebalikan arah alirannya kelak tidak menyebabkan gangguan besar terhadap sistem kewangan dan aktiviti ekonomi dalam negeri. Usaha ini turut dilengkapi dengan pembaharuan struktur yang telah dilaksanakan dengan lancar sejak AFC untuk meningkatkan daya tahan ekonomi negara dan juga serantau.

Pertumbuhan ekonomi sedang pesat membangun yang kukuh dalam tempoh lima tahun selepas GFC telah disokong oleh sumber pertumbuhan yang lebih pelbagai. Khususnya, permintaan dalam negeri bagi rantau Asia mencakupi 86% daripada KDNK pada tahun 2012 (1990: 81%). Pada masa yang sama, rakan perdagangan ekonomi serantau semakin pelbagai, dengan perdagangan dalam rantau mencakupi hampir 50% daripada jumlah perdagangan pada tahun 2012 (1990: 37%). Daya tahan Asia juga diperkukuh oleh sistem kadar pertukaran yang lebih fleksibel dan sektor kewangan yang lebih maju dan kukuh. Berbanding tempoh sebelum AFC, kebanyakan ekonomi Asia yang kini kurang bergantung pada pendanaan hutang jangka pendek telah memperluas sumber pendanaan bagi ekonomi selain mempunyai paras rizab pertukaran asing yang lebih tinggi. Selain itu, kualiti pendanaan

hutang asing juga bertambah baik memandangkan terdapat pasaran modal yang lebih mendalam dan meluas dalam banyak negara di rantau ini. Ini telah meningkatkan daya tahan rantau Asia dengan nyata dalam berhadapan dan bertindak balas terhadap kejutan luaran dan memelihara kestabilan kewangan dan makroekonomi dalam negeri.

Selain itu, integrasi dan kerjasama kewangan serantau kini lebih meluas. Sepanjang dekad yang lalu, inisiatif serantau telah dipertingkatkan untuk menyediakan rangka kerja bantuan kewangan merentas sempadan yang lebih kukuh, bagi meningkatkan kesediaan rantau ini untuk menghadapi krisis. Ini termasuk penambahbaikan bantuan mudah tunai pelbagai hala dalam kalangan ekonomi Asia, seperti Multilateralisasi Inisiatif Chiang Mai (Chiang Mai Initiative Multilateralisation, CMIM), yang dilengkapi oleh pengawasan ekonomi oleh Pejabat Penyelidikan Makroekonomi ASEAN+3 (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, AMRO) dan Jawatankuasa Kestabilan Monetari dan Kewangan bagi Mesyuarat Eksekutif Bank-bank Pusat Asia Timur dan Pasifik (EMEAP). Rangka Kerja Pengurusan dan Penyelesaian Krisis dalam kalangan negara anggota EMEAP yang baru-baru ini dipertingkatkan juga berperanan sebagai mekanisme untuk tindak balas dasar, pengawasan dan perkongsian maklumat secara kolektif. Pengaturan kewangan yang baharu untuk membantu pembiayaan dan penyelesaian perdagangan dalam mata wang domestik, terutamanya melalui pengaturan swap mata wang tempatan antara bank pusat serantau, turut menambah tahap daya tahan kerana pengaturan ini telah mengurangkan pendedahan perdagangan serantau terhadap turun naik pasaran kewangan global.

Rumusan

Pelaksanaan rangsangan monetari yang bukan konvensional dalam ekonomi maju adalah untuk mencapai matlamat dasar dalam ekonomi-ekonomi tersebut, namun telah mengakibatkan kesan limpahan yang meluas ke seluruh dunia. Apabila kadar pemulihan ekonomi dalam ekonomi maju semakin meningkat, peralihan ke arah dasar yang lebih wajar akhirnya akan berlaku. Peralihan ini akan mempunyai implikasi kepada aliran modal global, terutamanya melalui pengimbangan semula aliran portfolio daripada ekonomi sedang pesat membangun kepada ekonomi maju. Berlatarkan persekitaran ini, penggubal dasar di Asia berhadapan dengan cabaran untuk mengurus kesan kebalikan aliran modal ke atas keadaan ekonomi dan kewangan dalam negeri masing-masing. Secara keseluruhan, rantau Asia telah membuktikan daya tahannya yang lebih kukuh berbanding dekad-dekad yang lalu, yang sebahagiannya mencerminkan hasil langkah pembaharuan yang dilaksanakan selepas AFC. Selain itu, instrumen dasar yang lebih banyak dan lebih baik akan membantu mengurus faktor luaran negatif yang mungkin timbul. Kesemua ini tidak semestinya melindungi sepenuhnya ekonomi Asia daripada kesan limpahan berikutan pelaksanaan dasar yang lebih wajar dalam ekonomi maju. Walau bagaimanapun, tindak balas awalan akan membolehkan rantau Asia mengurangkan sebahagian daripada kesan ini dan mengekalkan daya tahan rantau ini.